

烟标产能释放促爆发增长，新型烟草万亿市场或开启成长新篇章，维持推荐

核心观点：

- 深耕烟草产业链，成长转型期突破增长瓶颈：**深耕烟用接装纸与封签纸领域十余年后，公司依靠烟标业务顺利迈入成长转型期。依靠烟标与电化铝两大新兴业务公司实现规模与业绩超高速增长，16-19年期间新兴业务 CAGR 增速达到 940.64%，远超同期总营收 CAGR 20.45%，新兴业务营收占比由 16 年的 0.17% 提升至 19 年的 52.00%，其中烟标业务占比达到 51.59%，成为公司第一大营收支柱，顺利实现业务重心的转移。未来公司存在依靠与各省中烟公司在加热不燃烧烟草制品领域积累的先天优势为公司增添新驱动力的可能。
- 烟草行业规模温和增长，烟用包装印刷企业内生外延均可提升行业集中度。**截止 19 年末我国卷烟产量共计 4728.50 万箱，同比增长 1.23%，高于过去 9 年 CAGR-0.5%，未来或将保持温和增长。尽管依附于烟草行业的烟用包装印刷行业对下游客户议价能力受制于烟草专卖制度偏弱，但利润空间得益于低税收显著高于下游水平。烟用包装印刷行业 CR4 不足 20%，行业集中度整体偏低，对上游议价能力有限。未来企业或可依靠烟草领域内业务拓展与外部收购兼并提升市场份额，提升对上游议价能力并形成与下游客户的深度绑定。
- 研发配合原料布局铸造产品优势，深耕细作积累客户资源：**高研发投入占比突出对研发重视程度，兼顾实用与工艺的研发投入确保研发质量与效率；制造端依靠部分核心原材料自给显著提升利润空间；研发与制造共同奠定的产品优势配合企业高质量的服务与良好的信誉实现与下游客户间的深度绑定，为拓展烟标乃至未来新型烟草领域合作奠定基础。
- 产能集中释放保障短期高成长，新型烟草布局有望开启成长新篇章：**短期内受益于公司前期积累的技术与客户资源优势公司烟标业务拓展顺利保障需求订单充沛，新建产能 20 年集中释放或助力规模与业绩超高速增长；长期，新型烟草制品研发与设计的先天优势或助力公司未来在国内获准销售 HNB 产品后顺利介入万亿规模新市场，开启成长新篇章。
- 配置建议：规模与业绩稳步增长，估值处于合理水平。**预计 20-22 年营收 11.58/17.06/18.30 亿元，归母净利润 2.29/3.67/4.24 亿元，对应 PE58/36/31 倍。若 20 年营收与业绩增速符合预期，公司或可在 2020 年实现较大幅度涨幅。
- 主要财务指标**

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	672	1158	1706	1830
增长率(%)	46.49%	72.47%	47.26%	7.29%
归属母公司股东净利润	202	229	367	424
增长率(%)	74.76%	13.58%	60.10%	15.63%
EPS (元/股)	0.76	0.60	0.96	1.12
销售毛利率	43.76%	38.92%	40.16%	41.85%
净资产收益率(ROE)	17.18%	18.27%	25.08%	24.38%
市盈率(P/E)	67	58	36	31
市净率(P/B)	8.00	9.96	8.35	7.04
市销率(P/S)	16.14	11.47	7.79	7.26

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院，截止 2020 年 7 月 27 日收盘价

- 风险提示：**卷烟销量萎缩的风险；烟标业务拓展受阻的风险。

集友股份(603429.SH)

推荐 首次深度覆盖

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130517040001

甄唯萱

✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130520050002

特此鸣谢：

章鹏

公司数据时间 2020.07.27



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【中国银河研究院-李昂团队】公司半年报点评-轻工行业-集友股份(603429.SH)-二季度经营表现环比改善符合预期，产能释放在即助力下半年重拾增长-20200724

【中国银河研究院-李昂团队】公司一季报点评-轻工行业-集友股份(603429.SH)-新冠疫情致使规模与业绩大幅回落，二季度环比有望迅速改善-20200420

【中国银河研究院-李昂团队】公司年报点评-轻工行业-集友股份(603429.SH)-烟标业务量价齐升助力规模与业绩持续高速增长，维持推荐-20200407

【中国银河研究院-李昂团队】公司三季报点评-轻工行业-集友股份(603429.SH)-前三季度业绩增长符合预期，维持推荐-20191025

【中国银河研究院-李昂团队】行业深度报告-轻工行业-全球烟草产业价值凸显，关注新型烟草衍生与渗透过程中的投资机会-20191011

目录

一、公司概况：深耕烟草产业链，业务转型突破增长瓶颈	3
（一）公司成长周期：厚积薄发助力业务转型，步入成长转型期.....	3
（二）公司股权结构：实控人清晰且管理层持股比例高，利于整体高效运转.....	6
（三）公司经营概览：新兴业务爆发式增长，驱动规模与业绩高速增长.....	8
二、自上而下看行业联动性：烟草行业规模长期保持温和增长，烟用包装印刷行业集中度低	11
三、自下而上看壁垒显现的公司护城河：高研发配合原料布局铸造产品优势，深耕细作积累客户资源	18
（一）研发优势：资金与人员投入持续加码，专利数量与质量同步提升.....	18
（二）制造优势：积极布局上游原材料，进一步提升利润空间.....	20
（三）客户资源优势：经验与信誉塑造企业形象，获半数中烟公司认可.....	24
四、综合看公司成长的驱动因素：烟标产能释放推动规模短期高速增长，新型烟草布局或开启成长新篇章	26
（一）烟标业务：客户资源丰富配合产能释放，助力规模持续高速扩张.....	26
（二）新型烟草业务：联合多方共同布局加热不燃烧，或成下一爆发点.....	30
五、公司未来投资价值分析与评级：维持推荐	39
（一）公司 ROE 分析：净利率下挫致使回报率低于去年同期水平.....	39
（二）公司估值与盈利预测：业绩有望于下半年重拾增长，估值尚有提升空间.....	40
六、风险提示	43

一、公司概况：深耕烟草产业链，业务转型突破增长瓶颈

（一）公司成长周期：厚积薄发助力业务转型，步入成长转型期

公司前身为“众立实业有限公司”由陈太生等 29 名创始人于 1998 年在安徽太湖县注册成立，并且公司自成立之初便确立了以烟用接装纸的研发、生产及销售为主营业务。2004 年，徐善水先生与陈太生先生等 5 人共同出资创立了安徽集友纸业有限公司，主要负责公司烟用接装纸的销售工作。在此之后，徐善水先生通过多次股权转让于 2007 年顺利成为安徽集友纸业有限公司与“众立实业有限公司”的第一大股东，并于 2010 年将“众立实业有限公司”更名为“太湖集友纸业有限公司”，并在 16 年完成股改后于 2017 年 1 月以“安徽集友新材料股份有限公司”登陆上交所。发展至今，公司已经将自身业务由原先单一的烟用接装纸生产与销售扩充至烟用接装纸、封签纸、电化铝、烟标等领域，并且还积极参与到新型烟草制品的研发工作之中。根据公司的主营业务范围与重大事件，我们将公司成长周期划分为四个阶段：1) 1998 年-2003 年的初创期，公司在安徽安庆太湖县专注于烟用接装纸的生产与销售；2) 2004 年-2012 年的成长期前期，04 年与安徽合肥成立安徽集友纸业专注于公司产品的销售工作。3) 2013 年-2016 年的成长期后期，13 年开始拓展上游原材料电化铝的生产与销售业务；4) 2017 年-至今的成长转型期，17 年开始涉足烟标生产与销售业务，并开始积极布局新型烟草制品的研发生产工作，预计新型烟草未来或将成为公司又一新业务。

表 1: 公司成长周期中的大事件概述

发展阶段	时间	事件
初创阶段	1998 年	公司前身安徽太湖众立实业有限责任公司设立，发起人为陈太生等 29 人，专注于烟用接装纸的研发、生产与销售。
	2003 年	公司完成股权转让，转让后陈太生为公司实质控制人，持股比例达到 67%。
成长期前期	2004 年	陈太生设立安徽集友纸业有限公司，陈太生持股 35% 为第一大股东，徐善水、戴栋梅与汤德珍各自持股 20%；主要承担烟用接装纸销售业务。
	2006 年	安徽集友纸业有限公司完成股权转让，徐善水与陈太生各自持股 30%，并列安徽集友第一大股东。
	2007 年	公司完成股权转让，转让后徐善水受让陈太生等原股东持有的部分股份，持股比例达到 50%，成为公司实质控制人；同时，安徽集友完成股权转让，完成后徐善水持股比例达到 40%，成为公司第一大股东。
	2008 年	公司再次完成股权转让，转让后陈太生不再持有公司股份，徐善水以 65% 的持股比例继续担任公司实质控制人；同时安徽集友有限公司完成股权转让，徐善水持股比例达到 55%，成为公司实质控制人。
	2010 年	公司再度完成股权转让，转让后徐善水持股比例进一步提升，达到 75%，并更名为太湖集友纸业有限公司。
	2012 年	公司收购安徽集友纸业有限公司股权，成为公司全资子公司。
成长期后期	2013 年	公司将生产职能由安庆太湖集友转移至位于合肥的安徽集友便于客户考察。公司投资设立太湖集祥包装材料科技有限公司，公司持股 60%，杨红涛持股 40%。

		主要负责烟用接装纸电化铝研发生产和销售。
	2015 年	杨红涛将其持有的太湖集祥包装材料科技 40% 的股权作价 400 万元转让予公司，完成后太湖集祥成为公司全资子公司。
	2016 年	公司完成股改成立安徽集友新材料股份有限公司。
成长转型期	2017 年	1 月，公司于上交所上市，发行 1700 万股，募集资金 2.55 亿元。募投项目包括： 1、烟用接装纸生产线建设项目，于安徽安庆太湖县新建年产 3500 万吨烟用接装纸生产线，拟使用募投资近 1.26 亿元。 2、电化铝生产线建设项目，于安徽安庆太湖县建设年产 1.8 万平方米电化铝生产线，拟使用募投资近 7304 万元， 3、研发中心建设项目，于安徽安庆太湖县建设研发中心总面积 6794 平方米，拟使用募投资近 2891 万元。
		6 月，变更部分募投项目。将原先用于建设烟用接装纸生产线建设项目的资金 1.26 亿元改用于建造年产 40 万大箱的烟标生产线建设项目使用。该项目于安徽省安庆市太湖县实施，建设周期 15 个月。
		10 月，与安徽中烟工业有限公司签订《共建“新型烟草制品及卷烟配套材料联合工厂中心”的框架协议》
		11 月投资设立安庆集友仁和物业有限公司，主要从事物业服务、房屋租赁以及从事广告业务、劳务派遣等。
	2018 年	1 月，以 4584 万元的价格收购昆明曲靖麒麟福牌印刷有限公司 69.96% 的股权，巩固公司在烟用接装纸生产与销售方面的优势。
		2 月，以 1.3 亿元的价格收购陕西大风印务科技有限公司 100% 的股权，增添烟标生产与销售业务，烟标产能增加 10 万大箱。
		8 月，投资设立北京集友仁和科技有限公司。
		9 月，投资设立安徽集友时代包装科技有限公司
		11 月，公司与昆明旭光科技成立集友广誉科技有限公司，公司持股 70%。
	2019 年	7 月，公司控股子公司集友广誉科技与江苏中烟全资子公司南通烟滤嘴公司签署《关于新型烟草均质化薄片研发合作备忘录》；与重庆中烟工业有限公司技术中心签署《关于开展新型烟草均质化薄片研发合作协议》。
		7 月，公司完成 2018 年 8 月提出的非公开发行股票方案，成功发行股票 1860 万股股票，募集资金 4.01 亿元用于以下两个项目： 1、年产 100 万大箱烟标生产线，拟使用募集资金 1.4 亿元，原先预计使用 3.6 亿元募集资金。 2、研发创意中心暨产业化基地建设，拟使用募集资金 2.55 亿元，原先预计使用 4.1 亿元募集资金。（现已终止）
		9 月，推出 2019 年股权激励计划，计划向公司董事、高管及核心员工共计 26 名授予包含预留部分共计 685.27 万股，业绩考核目标为 19/20/21 年归母净利润达到 2/4/6 亿元。
	2020 年	1 月，授予 26 位股权激励对象共计 548 万股股票，授予价格为 17.79 元/股。

	4月,公司公告称将终止19年中完成的非公开发行股票募集项目中“研发创意中心暨产业化基地建设项目”,原因是该项目自开工至投产需要较长周期,难以满足公司烟标业务的发展,并且公司计划将原用于该项目的募投资金2.52亿元用于新的募集资金投资项目或通过其他方式实现扩充产能及收益的目标。
	7月,公司发布半年度业绩预告,预计上半年累计实现归属母公司股东净利润2600万元,同比减少约65.95%,实现归母扣非净利润2150万元,同比减少约70.11%,主要是由于新冠疫情影响公司市场开拓进度、股权激励费用摊销以及部分市场产品招标价格下降等原因所致;

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理

成立之初至2012年期间,公司始终将烟用接装纸、封签纸的生产与销售作为主营业务,但在2013年公司开始了针对烟用接装纸原材料电化铝的研发与生产,这一方面是公司为了通过自供原材料的方式压低成本从而提升利润空间,另一方面是公司尝试通过烟用接装纸以外的业务增添营收来源。基于此,以2013年为起点,我们将公司的烟用接装纸及封签纸产生的收入称之为“传统业务”收入,而电化铝外销以及随后开发的烟标收入称之为“新兴业务”收入。

13年-19年期间,公司传统业务呈现波动增长的趋势,总营收由13年的1.22亿元达到19年的3.19亿元,CAGR为17.40%。造成公司传统业务同比增速大幅波动的主要原因是由于自2013年起公司烟用接装纸产能受生产线改建、扩建与收并购等事件影响出现多次阶段性大幅增长所致。公司传统业务2019年实现同比增速0.59%,远低于过去6年的复合增速,并且根据我们对公司公告中披露的产能相关数据梳理以及对公司未来的盈利预测,我们认为未来在公司不进一步扩充烟用接装纸与封签纸产能的前提下,公司传统业务营收将受制于现有产量趋近实际产能峰值的情况依靠价格温和上涨保持低速平稳增长。

至于公司的新兴业务,尽管始于2013年对烟用接装纸上游原材料电化铝的生产,但真正推动新兴业务迎来爆发式增长的实际上是公司于2017年开始涉足的烟标业务。2017年-2019年期间,公司新兴业务营收实现了从24万元至3.47亿元的飞跃式增长,其中烟标业务贡献2019年99%的新兴业务营收,并且新兴业务的营收占比同样受益于烟标业务快速发展由17年的0.1%提升至19年末的52.20%,占据主导地位。鉴于公司目前尚有在建烟标生产线,根据我们对公司未来生产线投产情况与盈利情况的预测,我们认为在公司未来生产线按计划逐步投产的前提下,烟标业务将继续推动新兴业务保持超高速增长。

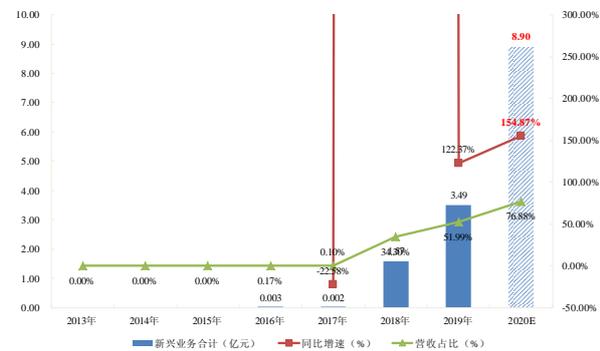
综合公司传统业务与新兴业务的增速情况以及二者营收占比几近相同的情况,我们认为公司整体处于成长转型期,未来公司总规模将继续在新兴业务的推动下保持高速增长。

图 1: 13 年-20E 传统业务营收增长趋于平缓 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 2: 13 年-20E 新兴业务营收高速增长, 占比迅速提升 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

(二) 公司股权结构: 实控人清晰且管理层持股比例高, 利于整体高效运转

从公司控制权的稳定性角度出发, 公司第一大股东为徐善水先生, 截止 2020 年上半年持股比例为 44.43%, 前十大股东合计持股比例为 69.03%, 前十大股东持股比例较高, 股权架构稳定。具体而言, 公司前 8 大股东均为现任或曾任公司董事、监事或高级管理人员, 证明公司管理层自身利益与公司未来发展紧密关联, 一定程度上消除了管理层与公司发展之间的不一致性。截止 2020 年 6 月 30 日, 公司前五大股东分别为: 1) 徐善水先生, 持股比例 44.34%, 现担任公司董事长、董事、提名委员会委员兼薪酬与考核委员会委员。2) 余永恒先生, 持股比例 4.78%, 原公司董事; 3) 姚发征先生, 持股比例 4.78%, 原总经理助理; 4) 孙志松先生, 持股比例 4.10%, 现担任公司监事会主席兼监事; 5) 杨二果先生, 持股比例 2.73%, 现任公司董事兼麒麟福牌董事长。综合来看, 公司董事长徐善水先生对公司控制权的把控较为牢固, 而这一方面有利于公司对于发展战略及规划的高效执行, 另一方面借助公司实控人和管理层与股东利益之间的重合与深度绑定保障全体股东利益最大化, 消除了股东与管理层之间的利益不一致性。

表 2: 公司前十大股东情况 (更新自公司 2020 年中报)

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	持股数量变动 (万股)	占总股本比例 (%)	持股比例变动 (%)	股本性质
1	徐善水	不变	16893.24	0.00	44.43	0.00	境内自然人
2	余永恒	不变	1819.27	0.00	4.78	0.00	境内自然人
3	姚发征	不变	1819.27	0.00	4.78	0.00	境内自然人
4	孙志松	不变	1559.38	0.00	4.10	0.00	境内自然人
5	杨二果	不变	1039.58	0.00	2.73	0.00	境内自然人
6	严书诚	不变	659.35	0.00	1.73	0.00	境内自然人
7	姚晓华	不变	649.35	0.00	1.71	0.00	境内自然人
8	宁波燕园高翔投资合伙企业 (有限合伙)	不变	636.36	0.00	1.67	0.00	境内非国有法人

9	中国建设银行 股份有限公司 企业年金计划 - 中国工商银 行股份有限公 司	不变	612.68	0.00	1.61	0.00	境内非国有 法人
10	唐红军	减少	567.62	-11.31	1.49	-0.03	境内自然人
合计			26256.11		69.03		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

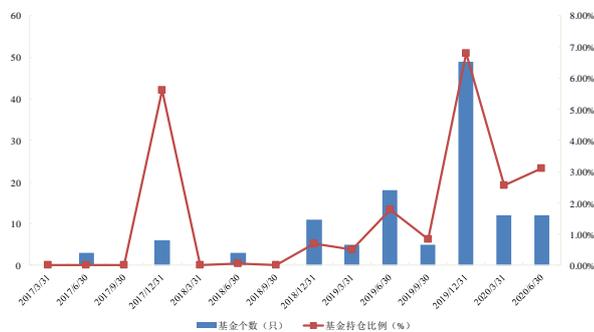
从公司流通总股本的情况来看，根据公司 2020 年中报中披露的质押情况与公告日至今关于股权质押的公司公告，截止 2020 年 7 月 27 日公司共有 6845.88 万股处于存续股权质押状态，占公司总股本的 18.00%，其中徐善水先生于 2019 年 1 月 30 日质押 5080.53 万股，占股本的 13.36%，占其持有股份的 30.07%，占总质押股数的 71.40%。基于公司整体股权质押比例与徐善水先生个人股权质押比例仍处于较低水平，我们认为目前无需考虑股权质押产生的风险。

至于解禁风险，公司截止 2020 年 7 月 27 日流通股本共计 3.73 亿股，占总股本 3.80 亿股的 98.00%，限售流通股共计 767 万股，主要为 2020 年 1 月授予约 767 万股股权激励（均已按公司 2019 年公布的 10 转 4 分红方案折算），约占总股本的 2.03%，股权激励首次解锁日期预计为 2021 年 1 月 8 日。鉴于公司于 2019 年完成的非公开定向增发 2604 万股已经完成解禁，结合公司年初至今/过去 1 年/上市至今平均每周成交量 2335/1654/1019 万股的水平，我们预计短期内公司股价将在一定程度上受解禁风险压制。相较于定向增发，将于明年年初解禁的第一期股权激励约为 230 万股，结合截止目前的成交量数据，我们预计明年 1 月迎来的股权激励解禁并不会对公司股价造成显著影响。

从公司流通股的持股结构上来看，除公司实控人、管理层以及首发股东外，基金的身影也

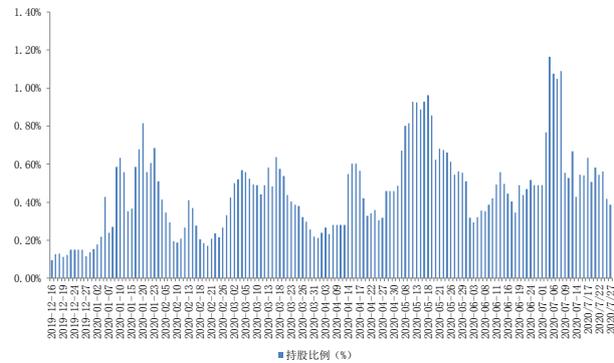
频频出现。截止 2020 年上半年，公司流通股股东中基金数量为 12 只，持股比例占流通股的 3.11%，相较 20Q1 持股基金数量持平，但基金持股比例环比 20Q1 上升 0.55%。结合前期持仓变动规律来看，2020Q2 持仓比例相较于 2020Q1 的环比上升与持股基金数量的持平反映出机构投资者对公司在疫情后经营表现实现大幅环比改善确定性较强的预期。自公司上市至 2020 年 7 月 27 日，虽然公司公告中公布的前十大流通股股东中未曾出现过外资机构投资者，但公司并非没有外资机构投资者关注。自 2019 年 12 月起，公司外资机构持股比例由 0.10% 提升至 2020 年 7 月 27 日的 0.39%，呈现出明显的波动上行趋势，证明公司受到外资机构投资者的关注程度与日提升。

图 3：基金个数与基金持股占流通股比例（只，%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：外资持股占公司流通股比例（%）



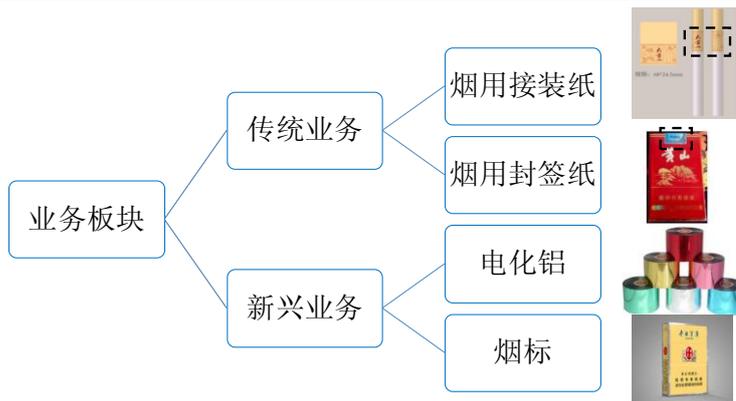
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（三）公司经营概览：新兴业务爆发式增长，驱动规模与业绩高速增长

自成立以来至 2012 年，公司始终专注于烟用接装纸与封签纸的生产与销售，在此过程公司一方面不断积累并拓展中烟体系内的客户资源，另一方面通过自身在产品研发方面的投入不断加厚公司产品技术壁垒。然而，在快速发展的过程中，考虑到长期我国居民健康意识不断提升与国内控烟政策趋严，烟草制品的产量未来或呈现出滞涨或缓慢下滑趋势，而在此行业背景下，公司意识到仅依靠低单价且产能已达峰值上限的烟用接装纸或受软包香烟供给萎缩导致需求不振的烟用封签纸都将难以维系公司未来规模与业绩实现可持续增长。基于此，公司于 2013 年首先开始向上游原材料之一的电化铝生产领域进行业务拓展，一方面通过降低上游

成本的方式提升自身利润空间，另一方面通过电化铝外销增添营收来源。在公司电化铝全部自供并实现部分外销后，此战略产生的正面效益边际递减，而为了继续维持规模与业绩保持可观的增速，公司借助自身在烟用接装纸领域积累的客户资源与技术专利开拓了经济价值更高的烟标业务，并且还积极与多地方中烟公司合作开发新型烟草制品。发展至今，公司已经形成：1) 以烟用接装纸与封签纸为主的传统业务；2) 以电化铝外销与烟标为核心的新兴业务两大业务板块，并确立了以新兴业务作为公司未来规模与业绩高速增长的核心驱动力。

图 5：新兴业务驱动公司规模与业绩未来保持高速发展



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

18年起规模增长显著提速，17年起业绩增长提速明显，新兴业务取代传统业务成为核心驱动力。13年-19年期间，公司营收增速于18年起受益于烟标业务在收购陕西大风科技与自建烟标生产线投产后带来的初始增量而显著加速，同比增速达到96%，而19年受益于上市募投项目中年产40万大箱产能全部投产，公司新兴业务中的烟标业务继续放量增长，助力公司19年总营收同比增长46.49%，远超13-18年CAGR 29.93%的水平；至于公司的归母净利润，则是在17年受益于传统烟用接装纸量价齐升与政府补助大幅增加的推动下同比大幅增加，17年同比增速达到87.78%，而这一高基数也导致营收与业绩提速时间点的错位以及18年增速环比放缓，19年公司归母净利润依靠烟标业务的大幅放量对营收端的拉动实现74.76%超高速增长，远超2013-2018年期间新兴业务CAGR 48.46%的水平。截止2020年一季度，公司实现营业总收入0.84亿元，同比减少0.70亿元，同比下滑45.30%；实现归母净利润420万元，同比减少0.38亿元，同比下滑90.02%。7月24日，公司公布2020年半年度公告，公司2020年上半年，公司累计实现归母净利润0.26亿元，较去年同期同比减少65.94%；实现归母扣非净利润0.22万元，同比减少69.48%，其中非经常性损益影响归母净利润436万元。造成公司2020年一季度以及上半年规模与业绩大幅下滑的主要原因包括：1) 年初新冠疫情及防控措施对公司经营与生产的负面影响；2) 报告期内确认19年股权激励费用致使管理费用激增；3) 部分市场产品招标执行价格下降带来的规模下滑。

图 6: 2020E 营收有望依靠烟标放量实现高速增长 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 7: 2020E 归母净利增速或较 2019 年大幅放缓 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

按产品拆分, 烟标业务横空出世呈高速增长之势, 营收占比显著提升。13 年至 19 年期间, 公司传统业务中烟用接装纸整体呈现波动增长的趋势, 而封签纸收入则受终端需求不断萎缩的影响呈现下滑趋势, 两大传统业务在此期间的 CAGR 分别为 18.71%/-16.55%, 大幅低于公司总营收在此期间实现的 32.53% 的复合增速。由此可见, 公司整体营收在过去 6 年内保持高速增长的关键是新兴业务的崛起。具体来看, 新兴业务中电化铝外销的营收在 13-18 年期间绝大部分产能被内部生产所消耗, 但 19 年由于公司封签纸业务下滑导致自用电化铝有所减少而外销部分大幅增加, 致使电化铝外销营收价格并未出现改善的情况下大幅提升, 16 年-19 年期间营收 CAGR 为 104.05%。然而, 烟标业务作为新兴业务的生力军 18 年营收占比达到 34.30%, 仅次于烟用接装纸 64.67%, 成为公司第二大营收来源, 截止 19 年末公司烟标业务营收占比进一步提升至 51.59%, 取代烟用接装纸成为公司第一大营收支柱。鉴于公司尚有多条烟标生产线尚未投产而烟用接装纸产量却将触及实际产能峰值且无在建产能, 我们预计未来烟标业务将取代烟用接装纸成为公司第一大营收来源, 成为推动公司未来规模增长的核心驱动力。

图 8: 13 年-20E 烟用接装纸波动增长, 烟标横空出世高速增长



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 9: 2020E 烟标业务将成绝对支柱, 业务占比或近 8 成 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

至于盈利能力方面, 13 年至 19 年公司综合毛利率受烟标业务影响呈现先升后降的趋势, 费用率受研发支出影响持呈现先升后降的趋势。13-19 年, 公司综合毛利率从 48.27% 下降至

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

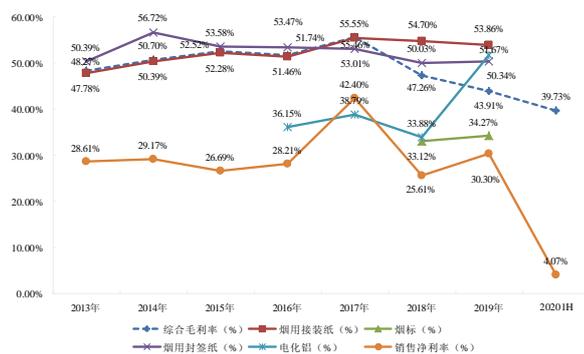
19年末的43.76%，整体呈现先升后降的趋势，而其背后的主要原因是13-17年期间公司综合毛利率受益于烟用接装纸与封签纸在电化铝自产后的毛利率抬升呈现缓慢抬升趋势，而在18年空降成为公司第二大营收支出的烟标业务受业务开拓初期规模效益较低的原因导致烟标业务毛利率偏低，从而拉低了公司综合毛利率水平。截止2020年上半年，公司综合毛利率进一步下降至39.73%，我们认为可能是由于公司低毛利率烟标业务的营收占比进一步提升以及受新冠疫情影响，公司部分市场产品中标执行价格有所下降所致。

鉴于19年末公司综合毛利率由于烟标业务营收占比仍不断爬升而保持下滑趋势，我们预计未来在公司现有在建烟标生产线全部投产后，公司烟标业务营收占比或将达到稳定水平，届时公司综合毛利率将在规模效益与烟草制品整体提价升级的推动下重拾上涨趋势。

至于费用率水平，公司综合费用率在13年-17年期间受研发投入占比不断提升的缘故保持稳中有升的趋势，但18年-19年由于烟标业务大幅增厚公司营收而大幅降低。具体来看，销售费用率自13年-19年处于不断下降的趋势之中，主要是由于销售费用中占比较高的运输及仓储费用增幅受益于规模效应低于营收增幅所致；至于管理费用率，13年-19年期间呈现先升后降的趋势，这主要是由于研发投入占比在此期间不断提升推动管理费用率在18年之前持续抬升，但受益于18年起烟标业务连续两年爆发式增长带来的营收增幅，管理费用率在过去两年内大幅下降；财务费用率方面，在13年至16年期间公司仅有极少量银行借款使得公司财务费用率维持在较低水平，在17年上市获得募集资金后，公司财务费用率受益于利息收入增加由正转负，并在此之后始终维持利息净收入的状态，2019年受益于非公开定向增发到账公司利息收入大幅增长，致使财务费用率进一步大幅下降。

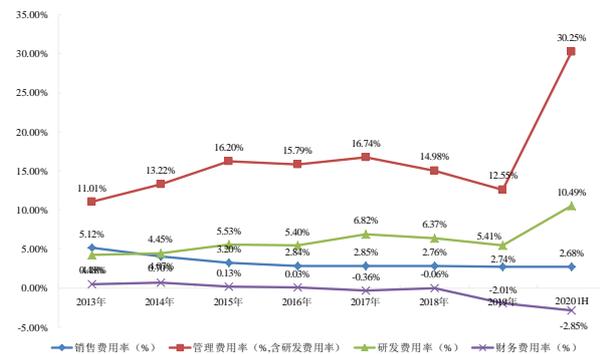
综合来看，我们预计未来公司综合毛利率将受营收结构向低毛利业务转型的过程中进一步下降，与此同时烟标业务将受益于规模效益与烟草制品提价升级的趋势改善自身毛利率水平，加快公司综合毛利率达到新平衡。尽管2020年-2022年期间股权激励费用的摊销对综合费用率的负面影响会一定程度上削弱公司销售规模高速增长产生的积极影响，但是我们认为股权激励这一短期影响难以阻挡公司综合毛利率达到新平衡后，盈利能力实现进一步提升。

图 10: 13 年-201H 综合毛利率受烟标业务拖累持续下降 (%)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 11: 13 年-201H 疫情期规模下滑与股权激励促管理费用激增 (%)



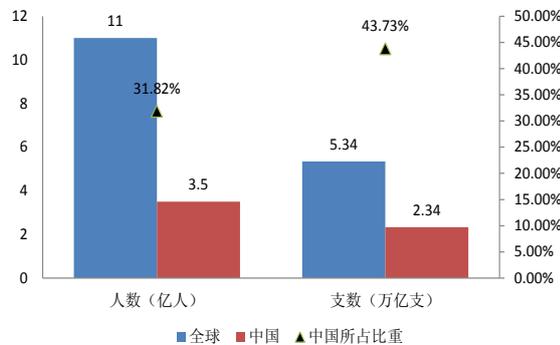
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

二、自上而下看行业联动性：烟草行业规模长期保持温和

增长，烟用包装印刷行业集中度低

尽管公司所属行业为印刷业，但由于其终端客户有且仅有烟草行业企业，故而我们将以烟草行业为主视角看待公司与行业之间的联动性。我国的烟草行业属于完全垄断行业，实行“政企合一”的制度，由国家烟草专卖局、中国烟草总公司对全国烟草行业“人、财、物、产、供、销、内、外、贸”进行集中统一管理，并实行烟草专卖许可。根据菲莫国际（PMI.N）于2019年发布的烟草经济报告中的数据显示，全球共有约11亿烟民，其中中国地区的烟民共计3.5亿，占世界吸烟人口的32%。建立在如此庞大的烟民基础上的是不容小觑的烟草制品消耗量。截止2018年，全球烟民共计消耗传统卷烟5.34万亿支，其中中国烟民消耗了其中的44%，约2.34万亿支，占据全球近半消耗量。

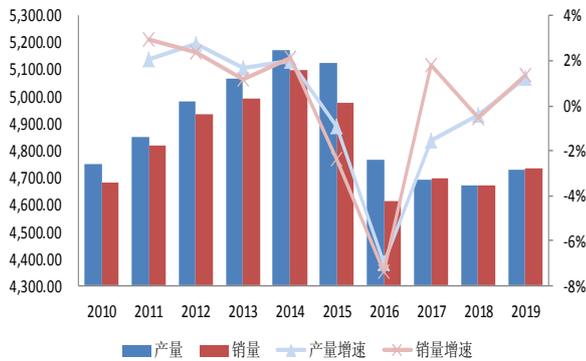
图 12：2018 年中国占据全球超过 3 成烟民全年消耗全球超 4 成卷烟



资料来源：菲莫国际报告，中国银河证券研究院整理

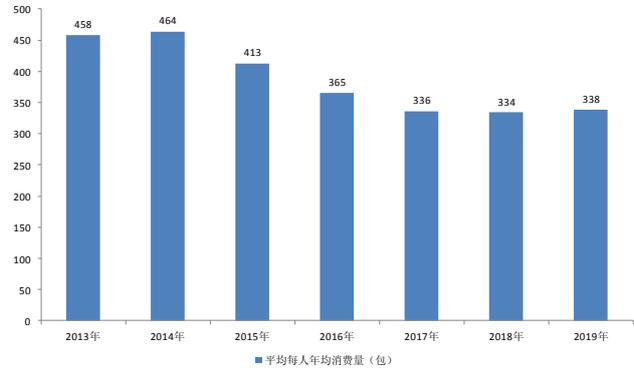
具体来看，2010年-2019年期间全国卷烟产量由4708.30万箱下滑至4728.50万箱，期间CAGR为-0.05%，而销量却由4684.40万箱略微上升至4735.27万箱，期间CAGR为0.12%。尽管在此期间全国卷烟产量曾一度攀升至2014年5170万箱的历史高点，但在2015年烟草税率上调后便呈现波动下滑趋势直至17年触底企稳。2015年之前烟草行业的产销量便均处于减速增长区间，2015年财政部将卷烟批发环节从价税率由5%提高至11%，并按0.005元/支加征从量税，对产销数量形成重创，2016年出现断崖式暴跌，当年卷烟产量和销量的下滑均超过7%；随后跌幅有所收窄，但总体依旧显示出产销规模的下滑。同样，根据烟民数量和整体销量测算，中国烟民每年的人均消费数量也呈现出下滑趋势，从2014年的464包下降至2019年的338包，近五年复合变化率为-6.13%。

图 13: 2010-2019 年全国卷烟产量先升后降 (万箱, %)



资料来源: 十二五规划纲要, 产业信息网, 中国银河证券研究院整理

图 14: 2013-2019 年中国烟民每人年均消费量整体呈下降趋势 (包)



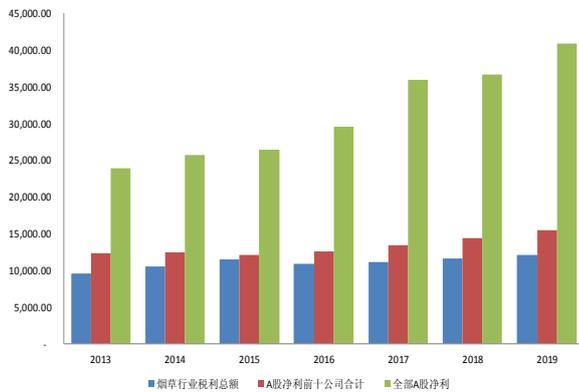
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

造成我国卷烟产销量出现下滑的原因除了加税提价的政策影响外,更多地还是由于需求端出现了疲软迹象所致,而需求疲软则主要是受两个方面的影响:1)在我国于 2006 年正式开始履行《烟草控制框架公约》后,全国各大省市相继出台的控烟措施实施有所成效;2)伴随着人均可支配收入的提升,居民对健康生活的意识有所提高,刻意降低吸烟量或开始戒烟。

尽管从产销量这一直接数据来看,我国烟草行业未来的发展趋势并不明朗,但烟草行业的经济价值主要还是通过财税角度进行体现。在“十二五”期间,烟草行业充分地体现出自身的经济效益,完成上缴财政总额突破 1 万亿元,工商税利突破 1 万亿以及卷烟单箱销售收入新增 1 万元。当前,行业的发展严格遵守“十三五”发展纲要,以税利总额这一核心指标为牵引,一方面保持卷烟销量、卷烟产量、烟叶生产总体稳定,并实现国有资产、单箱税利、职工收入持续增长,同时还需要推动卷烟成本、烟叶成本、卷烟焦油及其他有害成分不断降低。

具体从税利总额的角度来看,中国烟草行业的税利总额规模较高,为国家带来的经济效益与财政效益显著。与同期的 A 股市场相比,烟草行业的税利规模与 A 股利润排名前十的公司(包括两油、五大行)净利润合计规模相当;与 A 股市场的整体净利水平相比,烟草行业的税利相当于超过 30% 份额的全部上市公司净利合计(由于烟草行业具有高税率的特征,且税利均为国家所有,因此直接以烟草行业的税利合计与一般公司的净利进行对比)。“十三五规划”中要求烟草行业的税利总额增长需略高于全国经济增长速度和财政收入的增长速度。2016 年以来尽管 GDP 增速有所放缓,但均值水平仍然围绕在 6.9% 左右波动,因此乐观估计略高水平增速应该达到 7%;反观当下烟草行业,仅 15 年增速高于 GDP 水平,叠加 2020 年初爆发的新冠疫情对全社会需求端和供给端造成的负面影响,“十三五”期间烟草行业税利总额完成既定目标的难度较大。

图 15: 13-19 年行业税利与 A 股净利前十总和相当 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

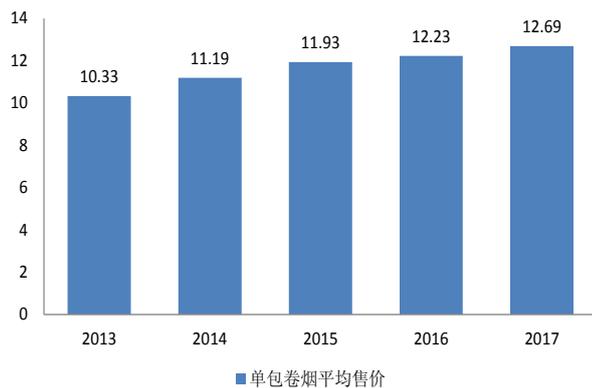
图 16: 2013-2019 年全国烟草行业税利增速略低于 GDP 增速 (%)



资料来源: 中商产业研究院, 中国银河证券研究院整理

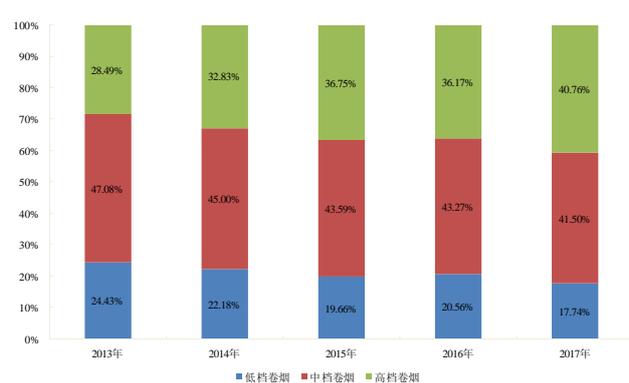
从价格角度来看, 人均可支配收入的走高以及税率提升向下游价格的传导推升卷烟消费单价持续上扬, 利于烟草行业税利总额的不断提升。2013 年至 2017 年期间, 我国单包卷烟的平均售价由 10.33 元上涨至 12.69 元, 五年复合增速为 5.28%, 远高于卷烟销量期间复合增速 -1.34%。卷烟价格的上涨一方面因素是由于 2015 年国家上调了烟草税率, 而另一方面则是由于国家烟草总局为了实现“十三五”规划中不低于 GDP 增速与财政收入增速的税利增速水平提出了要重点提升对一、二类香烟在整体卷烟销售中的占比, 一定程度上也推动了卷烟价格的上涨。根据国家烟草专卖局的划分标准, 一二类卷烟品牌为高档、三类烟为中档、而四、五类烟为低档, 在 2013 年至 2017 年期间我国高档卷烟的销量占比由 24.43% 提升至 40.76%, 而低档卷烟销量则是由 24.43% 下降至 17.74%, 由此可见国家烟草专卖局为了满足既定要求的税利增速而实施的战略效果显著, 实现了在卷烟销量负增长的情况下税利保持相对稳健地增长。

图 17: 2013-2017 年单包卷烟平均售价持续上涨 (元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 18: 2013-2017 年高档卷烟销量占比逐步提升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 3: 卷烟类别划分标准

类别划分	2009 标准	2007 标准	旧标准
------	---------	---------	-----

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

(标准 200 支/条)

一类烟	100 (含) 元以上	100 (含) 元以上	50 (含) 元以上
二类烟	70 (含) -100 元	50 (含) -100 元	30 (含) -50 元
三类烟	30 (含) -70 元	30 (含) -50 元	15 (含) -30 元
四类烟	16.5 (含) -30 元	16.5 (含) -30 元	10 (含) -15 元
五类烟	16.5 元以下	16.5 元以下	10 元以下

资料来源：国家烟草专卖局，中国银河证券研究院整理

长期来看，我们认为未来我国卷烟产销量还会进一步受到税率与价格提升、国家禁烟管控加强等负面因素的影响延续趋势性缓慢下滑的势头，但卷烟的销售单价则会在税率提升与一、二类香烟品牌销售占比提升的同时实现反向抬升，助力税利总额实现既定要求的增长。

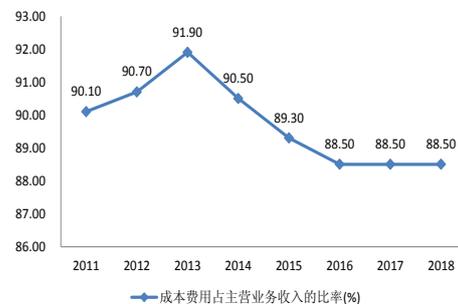
对于烟草产业链各环节的经济效益，由于烟草行业的主要经济效益均是以税收的方式进行体现，使得从上游烟叶的种植到中游的卷烟制造再到下游的终端零售均受高税率政策的影响而难以实现过高的利润率。2013 年-2018 年，烟草行业整体的税收占扣除成本与费用后税利总额已经从 2013 年的 87.22% 进一步上涨至 2018 年的 92.01%，而这一方面是由于国家针对烟草税收的政策落实有效，提振了烟草行业的税收规模；另一方面是由于烟草行业内的公司主营业务的成本与费用率水平较高（二者占主营业务收入的比重近 90%），致使烟草工业行业主营业务的税前利润空间较为有限，再叠加不断提升的税率，最终导致税利总额中绝大部分为税收。

图 19: 2013-2019 年卷烟行业税收占比提升至超 9 成 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 20: 11-18 年烟草工业平均成本费用率略有下降 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 21: 11-18 年烟草工业平均销售净利率回落至稳定水平 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

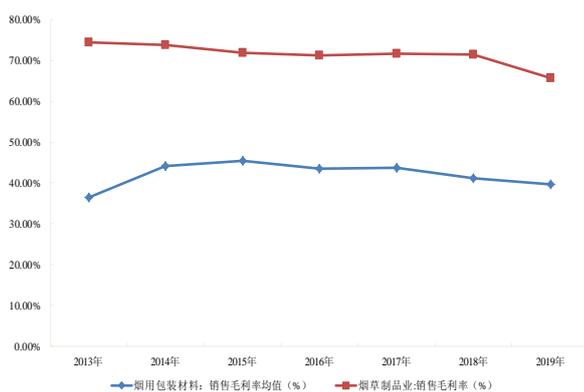
表 4: 传统卷烟的相关税收环节

税种	征收办法
消费税	采取比例税率和定额税率双重征收的形式 甲类卷烟: 销售额*56%+销售数量标准条*200支*0.003元/支(生产环节) 乙类卷烟: 销售额*36%+销售数量标准条*200支*0.003元/支(生产环节) 批发环节: 加征销售额*11%+销售数量标准条*200支*0.005元/支 烟叶收购: 13% 雪茄 36%(生产环节) 烟丝 30%(生产环节)
增值税	17%

资料来源: 中国财政部, 国家税务总局, 中国银河证券研究院整理

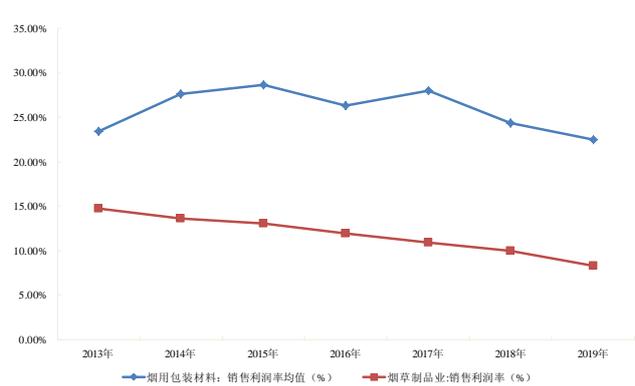
公司作为烟草制品制造业的上游原材料供应商之一, 由于我国烟草专卖制度使得下游客户固定化, 从而导致下游烟草制品制造业对上游供应商存在单方面的强议价能力。基于此, 烟草制品制造业的毛利率水平显著高于各类原材料供应企业。自 2013 年-2019 年期间, 我国烟草制品制造业的整体毛利率由 74.42% 略微下降至 65.70%, 但依旧显著高于烟用包装材料 19 年的 39.66%, 由此可见烟草制品制造业对上游原材料供应商的议价能力。然而, 由于上游原材料供应商中除烟叶采购与烟丝受到烟草工业整体高税收政策的影响外, 其余包括包装、滤嘴等非烟草直属原材料并不受此税收政策影响。基于此, 尽管丧失了对下游卷烟制造厂的议价能力, 但包装材料等烟草制品原材料供应商的销售利润率略高于拥有议价能力的烟草制品制造业。2013 年-2019 年期间, 我国烟草制品制造业的平均销售利润率由 14.74% 下滑至 8.32%, 而烟用包装材料企业的平均销售净利率始终保持在 20% 以上, 截止 2019 年末达到 22.53%, 远胜烟草制品制造业。

图 22: 11-19 年烟草工业平均成本费用率略有下降 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 23: 11-19 年烟草工业平均销售净利率回落至稳定水平 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

至于竞争格局, 作为烟草制品制造业上游原材料行业之一, 公司所处的烟用包装印刷业若将同类企业市占率合并计算可视为: 1) 烟草工业公司的三产公司; 2) 各省内长期合作企业; 3) 全国性企业, “三分天下”的格局, 但若以单个企业计算, 市场呈现出较为分散化的

竞争格局。具体而言，以公司传统业务烟用接装纸市场为例，截止 2017 年全国范围内共计拥有 35 家年产量超过 1000 吨的企业，8 家年产量超过 3000 吨的企业。根据公司招股说明书披露的对于全国年度烟用接装纸的需求量测算方法以及上述 43 家企业的按其分类标准的最低限产能在满产满销的情况下可覆盖全国烟用接装纸超过 70% 的需求，若按实际产量计算，公司自身的市占率过去 6 年内最高仅为 5.89%。另外，烟标作为另一烟草制品制造所需的原材料之一行业集中度同样处于偏低水平。截止 2019 年，按销量计算，四大上市烟标企业的合计销量市占率达到 17.92%，2016 年五大上市烟标企业销量市占率达到 19.51%，未有单一企业销量市占率突破 10%。由此可见，烟用包装印刷业作为烟草制品制造上游原材料之一市场格局仍处于较为分散，龙头集中度偏低的状态。

表 5: 烟用接装纸市场集中度依旧偏低

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
卷烟产量 (万箱)	5067	5170	5124	4711	4643	4671	4729
烟用接装纸需求量 估算 (吨)	81080	82720	81989	75372	74282	74740	75656
年产 1000 吨企业 *1000 吨/家	35000	35000	35000	35000	35000	35000	35000
年产 3000 吨企业 *3000 吨/家	24000	24000	24000	24000	24000	24000	24000
烟用接装纸需求覆 盖比例 (%)	72.77%	71.32%	71.96%	78.28%	79.43%	78.94%	77.98%
公司销量 (吨)	2276	2579	3395	3666	4196	4299	4460
公司市占率 (%)	2.81%	3.12%	4.14%	4.86%	5.65%	5.75%	5.89%

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院整理

注：标粗数据均为最差情况下的预测值，可能与实际情况有所出入。

表 6: 烟标市场集中度同样处于偏低水平

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
卷烟产量 (万箱)	5067	5170	5124	4711	4643	4671	4729
劲嘉股份 (万箱)	235	263	314	320	327	353	353
东风股份 (万箱)	-	-	240	271	345	379	332
贵联控股 (万箱)	220	230	190	210	-	-	-
金时科技 (万箱)				118	69	81	88
新宏泽 (万箱)	62	56	46	53	53	49	75
永吉股份 (万箱)	44	47	42	42	39	43	47
集友股份 (万箱)						27	44
合计 (万箱)	562	596	832	1014	833	932	939
CR4 市占率 (%)	11.08%	11.53%	15.43%	19.51%	17.10%	18.46%	17.92%

资料来源：公司公告，招股说明书，中国银河证券研究院整理

造成烟用包装印刷行业集中度偏低的主要是由于烟草制品制造企业对原材料供应商在迅速响应实际需求变化的能力、交货速度以及研发设计的能力方面均有定制化需求。基于此，大

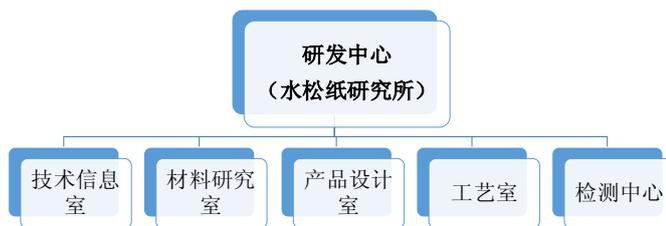
多数烟草制品工业公司均会首选通过设立三产公司的方式满足需求,其次为省内具备相应资质的优质企业,最后为实力雄厚的全国性企业,导致全国性企业对行业整合的速度较慢,从而导致行业竞争格局较为分散化。我们预计未来行业竞争格局的优化一方面将由省内优质企业内生增长主导,借助积累的客户资源与技术优势进行产品与业务的横向拓展,从而壮大自身规模实现竞争格局的集中;另一方面将由已经登陆资本市场的全国性企业依靠其在资本市场上的资金与影响力进行外延并购主导,通过对各省内优质企业进行收购兼并或收购各省烟草工业公司旗下三产公司的方式实现行业集中度的提升。

三、自下而上看壁垒显现的公司护城河：高研发配合原料布局铸造产品优势，深耕细作积累客户资源

(一) 研发优势：资金与人员投入持续加码，专利数量与质量同步提升

自成立以来,公司便充分意识到研发对公司实现可持续发展的重要性。首先,从组织架构角度上,为了更好地满足客户对产品日新月异的要求,公司专门成立了研发中心(水松纸研究所)对传统业务中烟用接装纸产品进行研发,并通过该中心管理的5大部门从产品的材料、设计、制造工艺、技术信息、检测等方面提供技术研发支持。

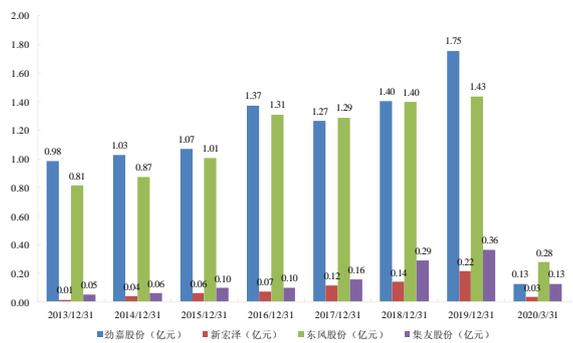
图 24: 公司产品与技术研发中心组织架构



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

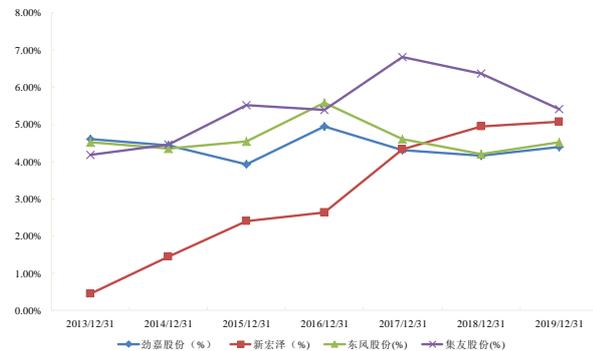
除了在组织架构上对研发工作给予足够重视外,公司在资金投入与人员配备方面也同样给予研发部门鼎力支持。研发投入金额尚不及竞争对手,但从研发支出占营收的比重角度已位居行业首位。2013年-2019年,公司研发费用由516.92万元提升至3630.07万元,期间CAGR达到47.67%,远高于期间公司营收复合增速32.53%,截止2019年末,公司研发支出达到3630.07万元,较去年同比增长24.37%。从研发支出占营收的比重角度出发,受益于公司在研发支出方面的不断加码,研发支出占比由2013年的4.18%大幅提升至2019年的5.41%,位列为可比公司中,足以证明公司在资金端给予技术研发部门的鼎力支持。

图 25: 13 年-19 年研发投入绝对值迅速提升 (万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

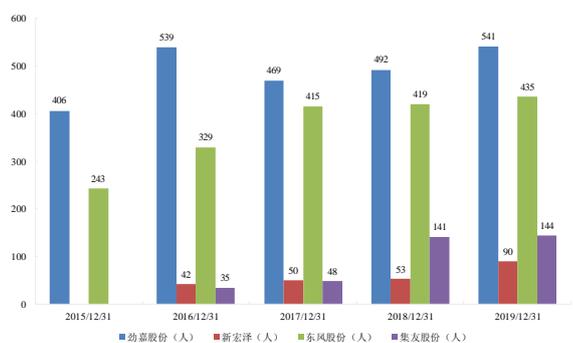
图 26: 13 年-19 年研发投入占营收比重处于领先地位 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

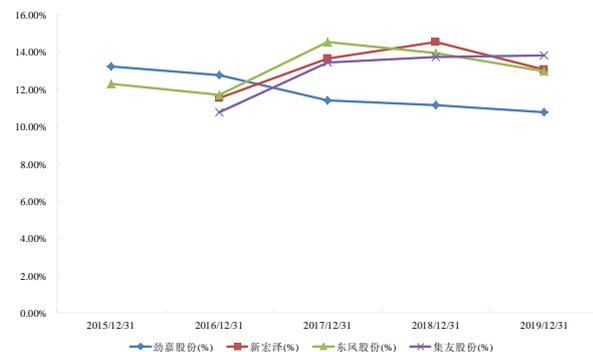
从研发人员角度来看, 公司在 2017 年成功登陆资本市场后, 对人才的吸引力与影响力有所提升, 并且公司于 2013 年便将传统业务中烟用接装纸的生产职能由原先的安庆市太湖县转移至安徽省省会城市合肥市, 更加便于吸纳相关领域技术人才。2016 年-2019 年期间, 公司技术研发队伍由 35 人迅速扩充至 144 人。尽管在技术研发队伍壮大程度上难以媲美可比公司, 但公司研发人员占员工总数的比重却在同行业间迅速提升至领先水平, 凸显出公司对技术研发人员招募工作的重视程度。研发人员占员工总数的比值由 2016 年的 10.77% 上升至 2019 年的 13.83%, 由可比公司中的末流水平爬升至领先水平, 并且仍处于上升趋势之中。我们预计未来在公司整体营收规模进一步扩大的同时, 对研发部门的资金投入与人员招募将继续加大力度, 从绝对值方面跻身上游行列。

图 27: 15 年-19 年研发团队人员迅速扩充 (人)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 28: 15 年-19 年研发人员占比持续提升, 处行业领先水平 (%)

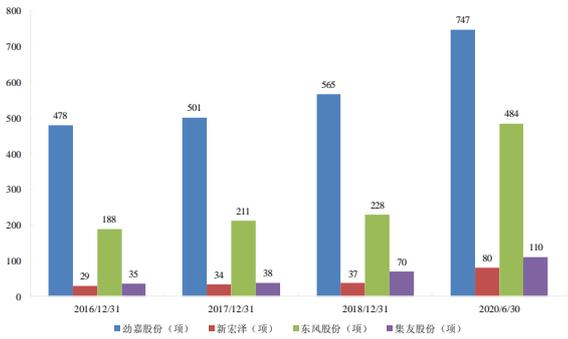


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

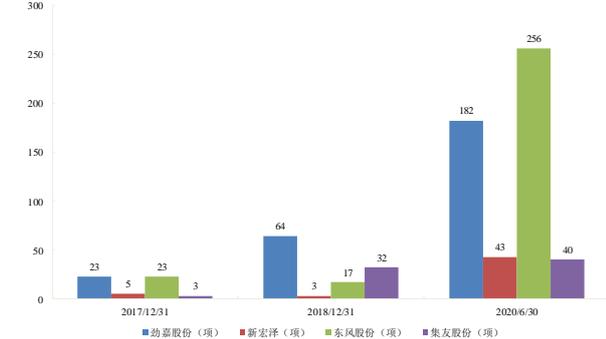
受益于公司对研发方面在组织架构、资金与人员三方面的持续投入, 公司在研发领域取得了累累硕果。2016 年-2020 年 6 月 30 日, 根据国家专利网数据统计, 公司及全资子公司所拥有的专利数量由 33 项迅速增长至 110 项, 尽管总量上仍处于可比公司内中下游水平, 但公司过去三年内专利数量高速增长的势头有望在资金与人员投入的帮助下维持, 未来或将逐步缩窄与领先梯队之间的差距。

图 29: 16-20 年上半年公司专利数量迅速攀升 (项)

图 30: 17 年-20 年上半年公司专利数量净增加保持高速增长 (项)



资料来源：公司公告、国家专利局、中国银河证券研究院整理
注：东风股份为19年末数据

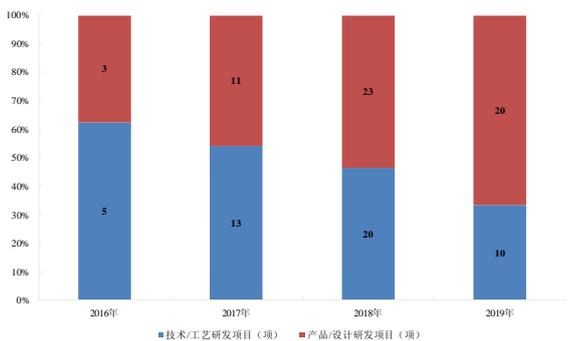


资料来源：公司公告、国家专利局、中国银河证券研究院整理
注：东风股份为19年末较18年末变化值

从研发项目质量方面来看，公司实现了追求产品研发直接提升营收规模与质量的同时兼顾对材料和制造工艺领域研究，确保了公司产品始终保持与行业整体持平或领跑行业的技术水平，利于公司构建自身的技术壁垒。16年-19年期间，公司对产品与设计领域的研发项目由3项快速提升至20项，主要是由公司在19年新开拓的烟标业务、新拓展的烟用接装纸客户以及尚处于研发阶段的烟草薄片使得产品研发项目激增，在此期间产品与设计领域的研发投入同样由16年的483.09万元大幅提高至19年的2695.66万元，占研发总支出的比重由16年的47.78%提升至19年的74.26%。

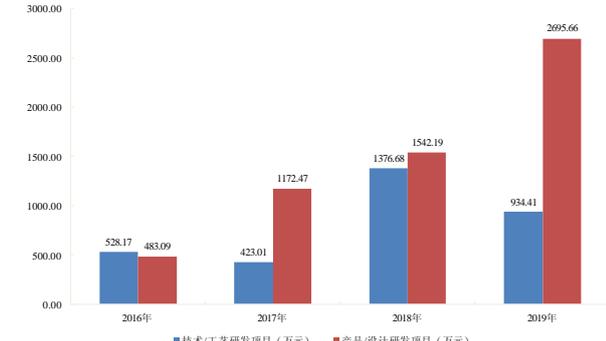
在技术与原材料研发领域，公司在16-19年期间取得了不输于产品与设计领域的增长，主要是源于公司对烟用接装纸制造工艺的优化以及电化铝、油墨、转移纸等原材料的研究力度有所加大。尽管技术与工艺领域的研发成果难以直接对公司的营收与业绩产生正向影响，但其为公司在成本端的节省以及新产品的研发方面提供了坚实的基础，我们预计未来公司仍将保持产品与技术研发项目同步推进、同步投入的节奏，以此从根本上构建自身的技术壁垒。

图 31: 16-19 年公司产品与技术研发项目齐头并进 (项)



资料来源：公司公告、国家专利局、中国银河证券研究院整理

图 32: 16 年-18 年公司产品与技术研发项目投入并驾齐驱 (万元)

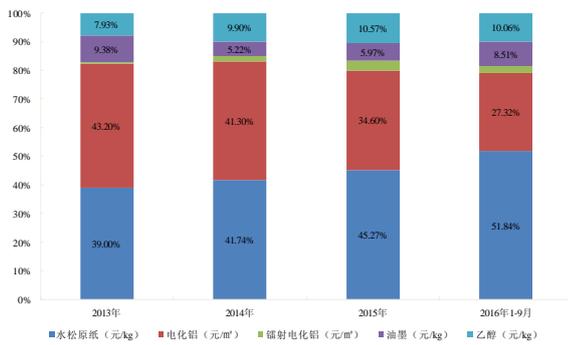


资料来源：公司公告、国家专利局、中国银河证券研究院整理

(二) 制造优势：积极布局上游原材料，进一步提升利润空间

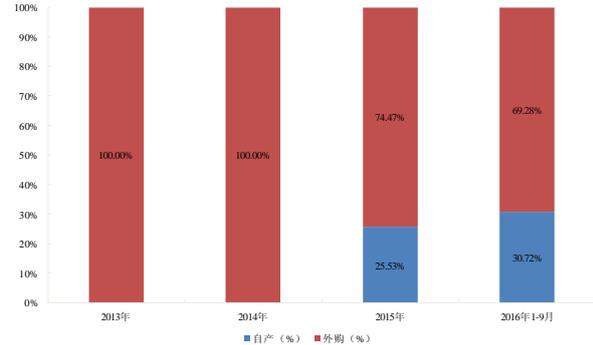
基于我国烟草制品年产量较为稳定而与烟草制品年产量密切相关的烟用接装纸的毛利率偏低特性，公司为了提升自身利润空间于 2013 年便开始主动向烟用接装纸的原材料之一电化铝领域进行渗透。2013 年，公司出资设立太湖集祥包装有限公司并持股 60%，后续于 2015 年成功收回另外 40% 股权，自此太湖集祥成为公司全资子公司，主要致力于生产烟用接装纸所需的原材料电化铝。电化铝作为烟用接装纸的原材料之一对成本端的影响与水松原纸稳居前两位，而公司自 13 年布局的电化铝生产设施经过两年时间的建造与准备于 2015 年开始正式投产，打破公司长久以来外购电化铝的局面，并于 2017 年基本实现自产自供。

图 33: 13 年-16Q3 水松原纸与电化铝为前两大成本开支(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

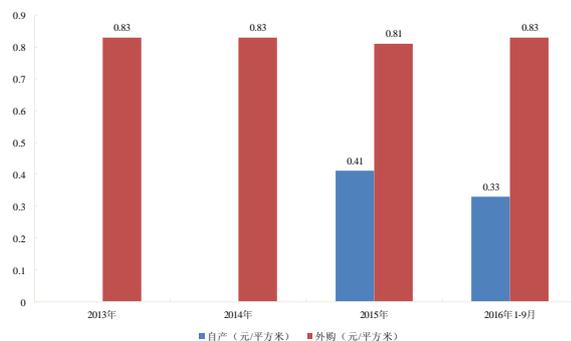
图 34: 电化铝自产自 15 年起逐步取代外购 (%)



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院整理

通过对电化铝自产与外购价格的对比，配合公司烟用接装纸毛利率变化情况，我们可以看出公司向上游领域积极布局的成效显著。2015 年公司首次实现电化铝自产的价格为 0.41 元/平方米，而外购价格高达 0.81 元/平方米，二者之间的价差高达 88.37%，由此可见电化铝自产带来的直观收益。另外，结合公司烟用接装纸的毛利率变动情况来看，在 2015 年公司首次实现电化铝自产后，尽管当年烟用接装纸单价较去年同期同比仅上涨 1.53%，但烟用接装纸受益于电化铝单价大幅下滑 14.71% 的影响出现 3.75% 的上涨，足以证明公司通过对上游电化铝的布局实质性地提升了公司的利润空间。

图 35: 13 年-16Q3 电化铝自产价格显著低于外购 (元/m²)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

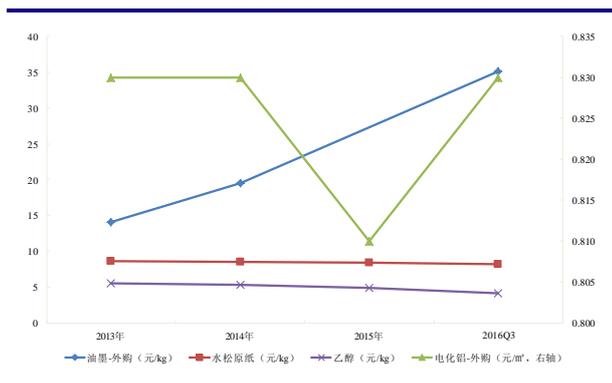
表 7: 电化铝自产对烟用接装纸毛利率影响分析

单价/变动幅度	2013年	2014年	2015年	2016年
烟用接装纸单价(元/Kg)	50.75	53.46	54.28	51.26
烟用接装纸毛利率(%)	47.78%	50.39%	52.28%	51.46%
烟用接装纸单价变动幅度(%)	-	5.34%	1.53%	-5.57%
烟用接装纸毛利率变动幅度(%)	-	5.46%	3.75%	-1.57%
电化铝单价变动幅度(%)	-	0	-14.71%	-16.49%

资料来源:公司公告, Wind、中国银河研究院整理

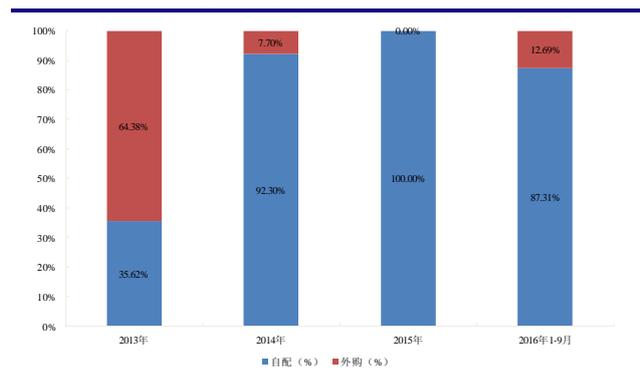
除了在电化铝领域的布局外,公司还积极自研了另一个烟用接装纸的原材料油墨的自配技术。油墨作为公司烟用接装纸中第四大原材料尽管在成本端的占比较低,13年-16Q3期间成本占比最高仅为9.38%,然而油墨的价格相较于其他原材料而言波动性明显较强,并且呈明显的上升趋势。为了避免油墨外购价格迅速提升对公司成本端造成过多压力,公司积极研发了油墨自配技术,截止2018年末公司在油墨方面已经取得2项发明专利和5项实用新型专利,并已经能够通过自配解决大部分油墨需求。

图 36: 13年-16Q3 油墨价格直线上升加大成本压力(%)



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究院整理

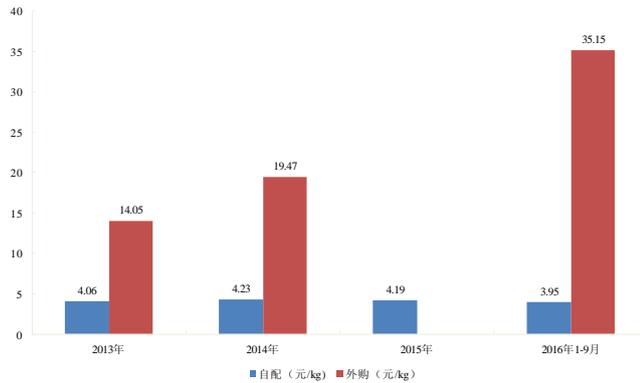
图 37: 13年至16Q3 公司油墨自配比例维持高位缓解成本压力



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究院整理

从量化角度来看,油墨自配价格与外购价格之间的价差悬殊,并且由于外购价格呈现逐年攀升趋势而自配价格受益于工艺与规模效益而缓慢下降的影响价差在13年-16Q3期间不断拉大。2013年,公司外购油墨价格相较于自配价格溢价246.06%,而这一溢价水平发展至2016Q3进一步扩大至789.87%,由此可见油墨自配对公司成本端带来的直接收益颇丰。从烟用接装纸毛利率变化趋势来看,随着公司油墨自配比例攀升至高位后,公司烟用接装纸业务的毛利率呈现出底部韧性与上升弹性并存的特征,从侧面证明了公司对油墨自配技术研发的实用性。

图 38: 13年-16Q3 油墨自配价格显著低于外购价格且呈稳中有降的趋势(元/kg)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

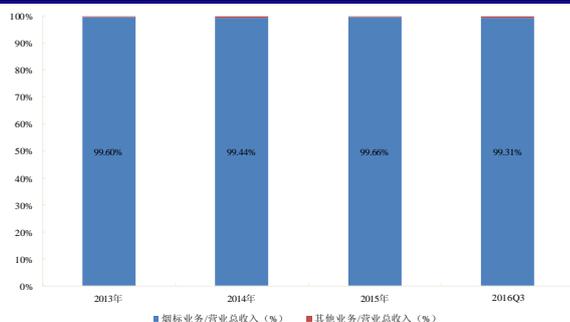
表 8: 油墨自配对烟用接装纸毛利率影响分析

单价/变动幅度	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
烟用接装纸单价 (元/Kg)	50.75	53.46	54.28	51.26
烟用接装纸毛利率 (%)	47.78%	50.39%	52.28%	51.46%
烟用接装纸单价变动幅度 (%)	-	5.34%	1.53%	-5.57%
烟用接装纸毛利率变动幅度 (%)	-	5.46%	3.75%	-1.57%
油墨价格变动幅度 (%)	-	-39.92%	-6.89%	6.44%

资料来源：公司公告、Wind、中国银河研究院整理

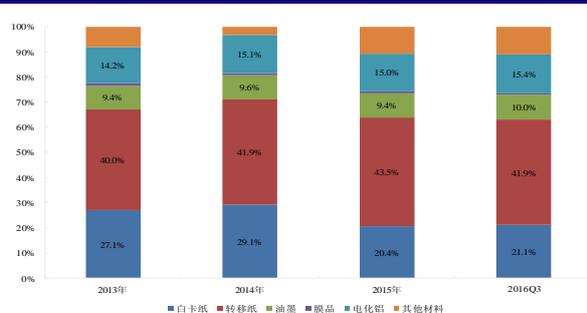
除了积极布局传统业务的上游领域外，公司对于 2018 年新拓展的烟标业务同样采取了同样的产业链渗透战略。在公司尚未真正开始生产烟标前，公司于 2017 年投资 19.46 万元于生产烟标所需的原材料之一复合转移纸的研发工作。根据公司的可比公司之一的新宏泽于 2016 年披露的招股说明书显示，烟标收入为新宏泽绝对核心业务在 13 年-16Q3 期间营收占比均达到 99% 以上，而根据新宏泽的营业成本中直接材料成本的占比情况来看，转移纸在 2013 年-2016Q3 期间占比始终保持在 40% 以上，为生产烟标所需的第一大原材料。尽管公司复合转移纸尚处于研发阶段，但我们预计未来随着烟标业务逐步成为公司给第一大营收来源后，公司或将加大研究力度，努力实现在复合转移纸领域的技术突破，提升公司烟标业务毛利率的同时重拾综合毛利率稳中有升的趋势。

图 39: 新宏泽 13-16Q3 期间烟标业务占总营收比重 (%)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 40: 13 年-16Q3 期间新宏泽原材料成本中近 4 成为转移纸 (%)

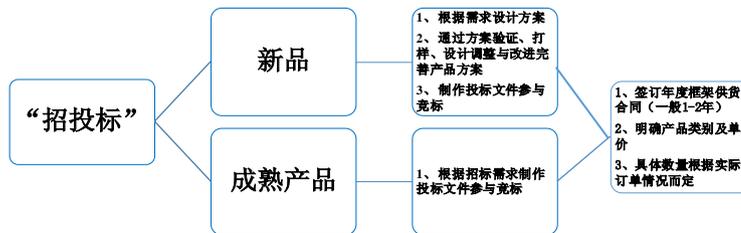


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

（三）客户资源优势：经验与信誉塑造企业形象，获半数中烟公司认可

鉴于公司所处的烟草制品制造领域下游客户范围有限且固定的特征，结合我们对未来我国烟草制品产量保持稳定区间内小幅波动的预期，客户资源的拓展与维护成为公司未来能否实现可持续发展的核心假设。基于我国实行“烟草专卖制度”，作为公司下游客户的各省烟草工业公司拥有对整个烟草制品加工产业链的单方面议价能力，因此烟草制品加工业务采用的“招投标”流程便成为了凸显出烟草工业公司议价能力与遵循市场化竞争原则的最佳采购方式。

图 41：烟草工业公司烟用接装纸及烟标等烟用物资采购流程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

截止 2019 年末，公司通过 20 余载深耕细作积累下来的生产经验与信誉与全国 17 家省级烟草工业公司以及上海烟草集团有限责任公司共计 18 家从事卷烟产品生产的企业中 9 家工业公司在烟用接装纸领域保持业务关系，处于可比公司内中游水平。鉴于各省旗下品牌所需的烟用接装纸及烟标需求不同，并且卷烟企业需要对新进供应商的设备生产能力、技术水平、资金实力与供货能力等多个方面进行为期 1-2 年的资质考察，使得各大卷烟生产公司通常会与现有供应商保持较为稳定的合作关系，以此保证自身生产与产品质量的稳定性。基于此，我们认为公司未来大概率将继续保持与现有客户之间的绑定，并努力通过参与各省卷烟新品的招投标工作实现客户资源的拓展。

图 42: 全国共计 18 家企业具备卷烟生产资质



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 9: 公司客户资源位列可比公司内中游水平

公司名称	合作客户数量(家)	覆盖占比(%)
劲嘉股份	超过 10 家	>55.56%
东风股份	14	77.8%
新宏泽	10	55.6%
集友股份	9	50.0%
永吉股份	1	5.6%

资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河研究院整理

除此以外,公司还借助通过烟用接装纸与各省卷烟生产企业间保持的客户关系为新兴业务中烟标业务的客户拓展打下坚实的基础。截止 2020 年上半年,公司已经中标安徽中烟、陕西中烟、云南中烟、重庆中烟、湖北中烟、江苏中烟等中烟工业公司的烟标生产业务,已披露的烟标业务客户与烟用接装纸业务的客户重合度为 45.45%,并且已披露的 7 家烟草工业客户中 3 家为公司截止 2016Q3 时的前三大烟用接装纸客户,证明与公司形成深度绑定的客户对公司烟标生产能力的认可。基于此,我们认为未来公司烟标业务的拓展有望继续沿用向现有烟用接装纸业务客户渗透的方式进行,并且公司研发团队的持续壮大与研发投入的持续增长还为公司增添了几分各大中烟工业公司新品投标的成功率,最终实现拓展新客户与巩固现有客户的同时,增厚公司营收规模。

表 10: 公司烟用接装纸前五大客户中前三同为公司烟标业务主要客户

前五大客户	2013 年	2014 年	2015 年	2016Q3
1	安徽中烟工业有限公司	安徽中烟工业有限公司	安徽中烟工业有限公司	安徽中烟工业有限公司
2	陕西中烟工业有限公司	云南中烟物资(集团)有限责任公司	陕西中烟工业有限公司	云南中烟物资(集团)有限责任公司
3	云南中烟物资(集团)有限责任公司	陕西中烟工业有限公司	云南中烟物资(集团)有限责任公司	陕西中烟工业有限公司

4	川渝中烟工业有限 责任公司	甘肃烟草工业有限 责任公司	甘肃烟草工业有限 责任公司	甘肃烟草工业有限 责任公司
5	甘肃烟草工业有限 责任公司	川渝中烟工业有限 责任公司	川渝中烟工业有限 责任公司	四川中烟工业有限 责任有限公司

资料来源：公司公告、Wind、中国银河研究院整理

四、综合看公司成长的驱动因素：烟标产能释放推动规模短期高速增长，新型烟草布局或开启成长新篇章

（一）烟标业务：客户资源丰富配合产能释放，助力规模持续高速扩张

2017年首次布局烟标生产线建设后，2018年公司通过收购陕西大风科技与自建产能部分投产在烟标业务方面实现了亮眼表现，并且该业务已经在2019年贡献了公司过半营收，我们预计未来公司整体规模的扩张将要重点仰仗烟标业务的高速发展。

基于我国烟用物资供应商均采用“以销定产”的运营方式，各大企业对销售端客户资源的把控与拓展便显得尤为重要，并且由于烟草工业公司全国范围内有且仅有18家，使得公司烟标业务能够服务的客户资源十分稀缺且固定，进一步凸显客户资源的重要性。另外，结合我国烟草实行的专卖制度给予烟草工业公司对上下游的强议价能力，我们可以将烟标业务定义为买方主导市场，在这种情况下公司在把控与拓展客户资源方面的核心在于持续不断提升企业综合竞争力以匹配买方对产品与服务端的多元化诉求，通过为客户长期提供高质量产品与及时高效的服务稳固自身地位的同时，借助自身实力、经验与印象加成努力提升自身份额并扩大影响力，从而为拓展新客户资源奠定基础。

为了充分彰显出烟草工业公司作为买方对供应商选择的公允性，包括烟标在内的烟用物资均采用“招投标”的方式实现采购，而招标过程中烟草工业公司考核的标准包括但不限于以下7大类：1) 报价；2) 商业信誉；3) 生产设备；4) 专业技术能力；5) 资金实力；6) 历史供货经验；7) 业绩。

表 11：烟草工业公司对供应商考核标准

考核标准	客户的期望	公司实力
商业信誉	高信誉、无违约史	1、深耕细作烟用接装纸20年，与9大烟草工业公司达成长期合作，积累了良好的声誉基础。
设备实力	高端设备与高设备成新率	1、自建40万大箱生产线2018年落成，2019年正式投入生产，尚有150万大箱新建产能处于在建状态，设备成新率较高。
专业技术能力	设计与研发实力雄厚	1、截止19年末拥有研发人员144名； 2、研发支出占总营收比重已由行业末流提升

资金实力	资金实力能够满足中标配额的生产	至领先地位，19年末达到5.41%。 登陆资本市场融资渠道多元化，确保资金充裕。
历史供货经验	高质量产品与优质的服务	1、自布局烟标业务开始公司便网罗了烟标生产领域的专业人士； 2、公司管理层与技术人员均有10年以上的烟用物资生产经验，能够保质保量的完成对客户的服务； 3、公司以成为安徽中烟、云南中烟与陕西中烟的烟标供应商，资质与能力获认可。
业绩	企业自身无经营性风险	1、企业资产负债率20中报末为30.46%，且计息负债仅占总资产的4.77%，故而无债权风险； 2、企业流动比率、速动比率均高于1.5，故而无流动性风险。
报价	满足以上条件下的最低报价	1、公司于2017年便开始对烟标生产所需的转移纸进行研发，尽管尚未实现自产，但未来或存在自产降低成本增厚报价优势的可能性。

资料来源：公司公告、Wind、中国银河研究院整理

基于对公司7大领域的考核，我们认为公司在烟标业务板块已经具备一定实力基础，能够为合作客户长期提供保质保量的产品与服务，并且公司通过烟用接装纸业务积累下来的9大中烟工业公司的客户资源存在较大概率成为公司烟标业务的客户，截止2018年末公司披露的烟标客户与烟用接装纸业务的客户完全重合。基于此，我们预计公司烟标业务未来在获取客户资源方面将具备一定优势，为公司烟标业务需求端维持高速增长提供保障。

为了配合公司未来烟标业务即将迎来的高速增长，公司从固定资产投资与股权激励两方面满足业务高速扩张所需要的产能与人员配置。从产能端来看，2017年1月公司登陆资本市场后便将预定用于“烟用接装纸生产线生产建设项目”的募投资金改用于年产40万大箱的烟标生产线，该募投项目于2018年末已部分投入生产并于2019年全部投产。除此以外，公司还于2018年2月成功收购了拥有年产10万大箱烟标产能的陕西大风科技100%股权，使得截止2019年末公司烟标产能增加至50万大箱。然而，公司基于对自身烟标业务未来可挖掘客户资源潜力的判断，自2018年起便开始积极筹划新建烟标生产线以保证未来烟标业务产能能够匹配公司对未来烟标客户资源的判断。

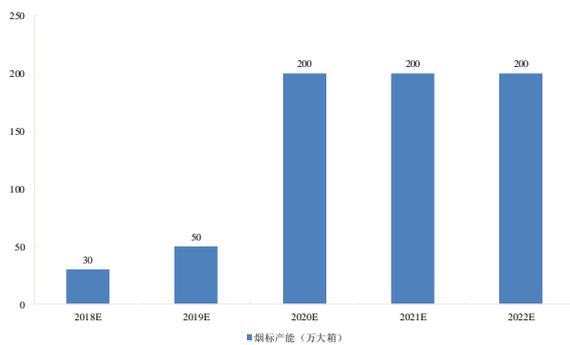
表12：公司烟标生产线预计于2020年集中投产

项目名称	项目详情	总产能 (万大箱)	投产时间
上市募投项目	年产40万大箱烟标生产线	40	2018年部分投产，2019年实现全部投产。
收购陕西大风科技100%股权	10万大箱烟标生产线	50	2018年全部投产。

陕西大风科 技技改	现有产能基础上增加 50 万大箱产能	100	2019 年末已完成。
非公开定向 增发	1、年产 100 万大箱烟 标生产线； 2、年产 45 万大箱研发 设计中心；	200	1、100 万大箱生产线截止 2020 年 6 月已可部 分投入生产； 2、研发设计中心（现已终止）。

资料来源：公司公告、Wind、中国银河研究院整理

图 43：2020 年烟标产能预计呈现爆发式增长（万大箱）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

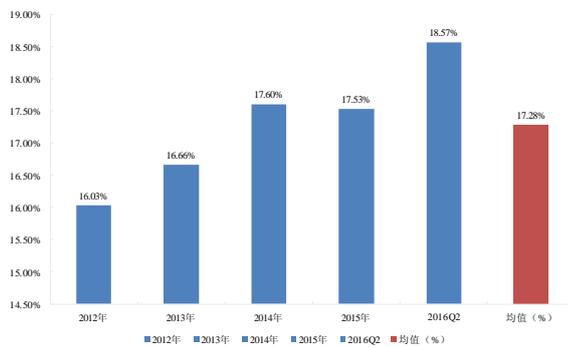
图 44：2020 年烟标业务营收受益产能释放高速增长（亿元，%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

需求方面，根据 2019 年最新数据，安徽、云南、陕西、重庆、湖北、江苏 5 省 2019 年卷烟产量合计约为 1554 万大箱，在此基础上结合公司竞争对手中与贵州中烟深度合作的永吉股份 2012 年-2016Q2 期间烟标业务中贵州中烟营收占比均值 17.28% 的水平，预计上述已经与公司达成合作的 5 省烟草工业公司最高可为公司创造 269 万大箱/年的烟标需求；若公司未来完成对现有烟用接装纸客户烟标业务的拓展，那么江西、河北、四川、福建等 4 省 2019 年末合计 629 万箱的卷烟产量最高可为公司提供 109 万大箱/年的烟标需求，上述提到的已经合作与潜在客户共计 9 省的中烟工业公司最高可为公司带来 378 万箱/年烟标需求，远超公司于今年年末将要实现的 200 万大箱产能。另外，参考可比公司中为国内 14 家烟草工业公司提供烟标产品的东风股份（601515.SH）过去 3 年平均销量 344 万大箱，平均每家烟草工业公司 25.16 万箱/年的水平，假设公司成功成为 9 家烟草工业公司的烟标供应商，那么公司可实现 226 万大箱左右的年销量，足以匹配公司在建产能全部投产后达到的年产 200 万大箱的总产能。综合来看，根据我们对公司拓展与维系客户资源能力的判断，公司未来除了现已合作的 6 家烟草工业公司以及 4 家原烟用接装纸的潜在客户外，未来还可以借助兼并收购的方式继续扩充客户资源，维持烟标业务规模的高速增长，从而保证公司营收规模保持中高速增长。

图 45: 12 年-16Q2 永吉股份在贵州中烟烟标占比 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 46: 东风股份 15-19 年烟标销量与平均销量 (万箱, 万箱/家)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

除了在产能端进行布局外, 公司积极借助股权激励的方式与公司核心管理层与技术员工建立利益绑定关系, 一方面在一定程度上避免了公司核心员工的流失, 另一方面消除了公司与员工之间存在的利益不一致问题, 更好地从人员配置角度保障公司烟标业务未来实现可持续地高速增长。具体来看, 公司于 2019 年 9 月首次披露 2019 年第一期股权激励草案并于 2020 年 1 月向首批参与股权激励的 26 名管理层与核心技术人员授予 548 万股股票, 授予价格为 17.79 元/股。股权激励解锁中对公司业绩考核的要求为: 2019-2021 年分别实现归母净利润 2/4/6 亿元, 各解除限售期解除限售比例分别为 30%/30%/40%。根据公司披露的 2019 年年报, 公司已实现 2019 年归母净利润 2 亿元的第一批股权激励考核目标, 该部分股权激励或将于明年 1 月实现解禁; 如若公司未来两年能够如期完成股权激励中提及的业绩考核要求, 那么公司 2020E/2021E 归母净利润同比增速将分别为 100%/50%, 在 2019 年归母净利润同比增长 74.76% 的高增速基础上继续维持高速增长, 充分彰显公司对未来发展前景的乐观与信心。

表 13: 公司 2019 年第一期限制性股票激励计划 (草案) -2019 年 9 月 26 日版

具体内容	
授予数量	约 685 万股 (占公司总股本 2.58%), 其中首次授予 548 万股, 预留 137 万股
授予价格	17.79 元 (公司股票在草案发行当日收盘价为 37.75 元)
授予对象	26 人, 为公司董事、高级管理人员、核心管理人员与骨干人员, 占员工比重 2.53%
解禁条件-归母净利润	首次-第一批 (30%): 2019 年达到 2 亿元 首次-第二批 (30%) / 预留-第一批 (50%): 2020 年达到 4 亿元 首次-第三批 (40%) / 预留-第二批 (50%): 2021 年达到 6 亿元

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

综上所述, 我们认为公司于 2017 年开始布局的烟标业务未来将会凭借公司在获取客户资源方面不断积累的实力与优势为 2020 年与 2021 年即将迎来产能释放的烟标生产线带来源源不断的订单, 并且公司所设立的股权激励计划将更好地激发管理层与核心技术人员为公司规模与业绩实现高速增长出谋划策, 我们预计公司 2020 年与 2021 年烟标业务将大概率实现高速增长。

（二）新型烟草业务：联合多方共同布局加热不燃烧，或成下一爆发点

公司除了布局烟用接装纸、封签纸以及烟标等传统烟用物资的生产业务外，还紧跟全球与国内烟草行业发展趋势，积极参与到 Reduced Risk Product(减害烟草)中 Heated-Not-Burn(加热不燃烧)产品的研发工作中。

自 2003 年世卫组织通过《烟草控制框架条约》以来，全球传统卷烟的销量持续下滑，而主打减害替烟的 RRP(减害烟草)逐步兴起。根据全球烟草制品巨头之一的菲莫国际(PMI.N) 2018 年年报披露，世卫组织预测尽管采取了相当大的努力来阻止吸烟，但在未来十年内，吸烟者的数量将与目前估计的 11 亿人基本保持不变。减害烟草包括蒸汽电子烟、加热不燃烧烟草和含口含烟、鼻烟、嚼烟在内的无烟气烟草制品，对人体危害较小。

表 14: 减害烟草产品分类介绍

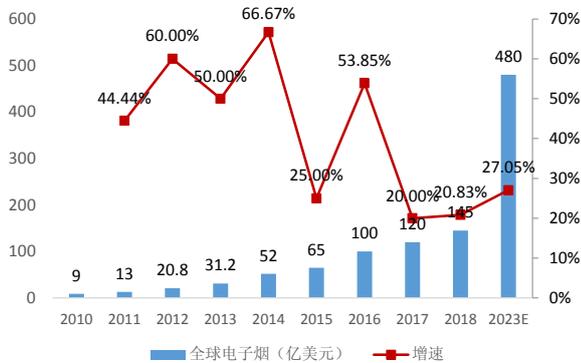
产品名称	具体介绍
蒸汽电子烟	通过雾化等手段，将尼古丁等变成蒸汽后，让用户吸食的一种电子产品
加热不燃烧烟草	通过特殊加热源对烟丝进行加热，加热时最高温不超过 500℃，烟丝中的尼古丁及香味物质通过挥发产生烟气来满足吸烟者需求的一种减害烟草制品
口含烟	经由高温灭菌烟草制成(未经过发酵)，借由口含将尼古丁吸收至体内，进入血液后使人产生振奋感的无烟烟品
鼻烟	发酵烟叶粉末调香而成，以鼻吸用的无烟烟草制品
嚼烟	用于咀嚼的烟，是天然绿色的健康替烟产品

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

由于没有一种减害烟草会吸引所有成年吸烟者，世界烟草巨头们开发了多种减害烟草产品，旨在吸引各种不同的成人消费者偏好。从各类减害烟草的全球市场规模来看，新型减害产品中蒸汽电子烟以含尼古丁的烟油取代了烟草，DIY 程度高，盛行于美国，截至 2018 年底全球电子烟市场规模由 2010 年的 9 亿美元一路高涨至 145 亿美元，年复合增速为 41.54%，根据前瞻产业研究院数据，预计 2020 年全球电子烟市场规模可达到 480 亿美元，年复合增速为

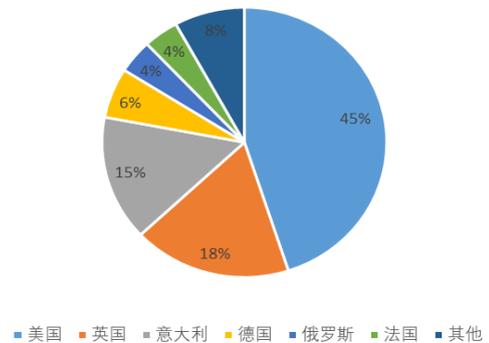
27.05%；HNB（加热不燃烧）在更大程度上保留了传统卷烟的口感和击喉感，最受东亚人民欢迎，全球市场规模增速高于电子烟，从2014年的0.2亿美元上升至2017年的58.2亿美元，复合增速达到562%，其中日本地区的销售额占据全球94%的市场份额；口含烟草和尼古丁产品出现早于传统卷烟，受众范围更小，主要流行于在挪威、瑞典和美国等国家。由此可见，加热不燃烧领域仅依靠日本这一单一市场便以实现爆发式增长，并且未来预计仍将保持中高速增长，而截止2018年为止全球规模最大的蒸汽电子烟由于其第一大受众国美国于2020年2月7日“调味电子烟禁令”正式生效，即除烟草和薄荷醇以外的换弹电子烟在美国将被禁止销售给消费者，我们预计对整体市场规模的负面影响较大，因此未来减害烟草的主要发展方向将会是HNB产品。

图 47: 全球电子烟市场规模未来将加速增速 (亿美元, %)



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院整理

图 48: 2018 年各国电子烟市场规模美国占据近半份额 (%)



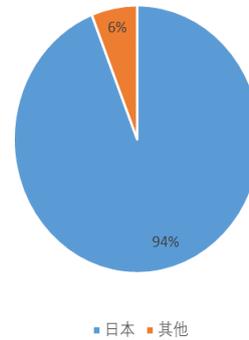
资料来源：观研天下，中国银河证券研究院整理

图 49: 全球加热不燃烧烟草销售额预计将稳步增长 (%)

图 50: 2018 年世界各国加热不燃烧销售额日本占据主导地位 (%)



资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院整理



资料来源：观研天下，中国银河证券研究院整理

尽管我国目前并未开放 HNB 产品在境内的销售以及进口，但实际上各省中烟公司早已在菲莫国际 PMI.N 的 HNB 产品于 2014 年在日本大卖后便开始加紧对 HNB 产品的研发工作。

根据国家专利网提供的数据统计，2020 年 5 月初至今，云南中烟、贵州中烟、湖北中烟、广东中烟、河南中烟等中烟公司关于加热不燃烧相关的实用型与外观专利在审或完成授予的合计 45 个（我国实用型专利申请流程包括：申请、受理、初审、公布、实质审查请求、实质审查、授权），目前有 7 个尚处于公开阶段，12 个项实质性审查已生效，26 项已完成授予。

表 15：2020 年 5 月至今中烟系公司国内 HNB 相关实用型专利授予状况

专利名称	申请人	申请日	最新公布日	申请状态
一种自加热不燃烧卷烟结构	河南中烟	2019/8/22	2020/6/23	授予
一种加热不燃烧烟支	蒙昆烟草公司	2019/5/16	2020/6/19	授予
一种可变吸味的加热不燃烧卷烟	广东中烟	2019/9/12	2020/6/19	授予
一种具有均热化折流散热系统的加热不燃烧 烟具	云南中烟	2019/7/25	2020/6/16	授予
一种能使发烟材料与其封装纸分离的加热不 燃烧型烟具	云南中烟	2019/8/26	2020/6/16	授予

用于加热不燃烧烟草中的薄荷香型纤维毡的制备方法和应用	湖北中烟	2019/1/30	2020/6/9	授予
一种过滤嘴及具有该过滤嘴的加热不燃烧卷烟	湖北中烟	2019/7/22	2020/6/9	授予
一种带复位按键的加热不燃烧烟具	云南中烟	2019/4/10	2020/5/22	授予
加热不燃烧烟具	江西中烟	2019/11/7	2020/5/22	授予
加热不燃烧烟具	河南中烟	2019/12/6	2020/5/22	授予
一种加热不燃烧卷烟烟支	云南中烟	2019/5/21	2020/5/22	授予
一种加热不燃烧卷烟点烟和烟气捕集装置	云南中烟	2019/6/4	2020/5/22	授予
加热不燃烧烟具(战神8)	贵州中烟	2019/7/2	2020/5/22	授予
加热不燃烧烟具(战神5)	贵州中烟	2019/7/2	2020/5/22	授予
一种可适配多种烟支的加热不燃烧卷烟烟具	云南中烟	2019/5/29	2020/5/19	授予
一种具有加香功能的加热不燃烧卷烟烟支	云南中烟	2019/5/21	2020/5/19	授予
一种低截留加热不燃烧卷烟烟支	云南中烟	2019/6/5	2020/5/19	授予
加热不燃烧烟具(战神4)	贵州中烟	2019/7/2	2020/5/19	授予
加热不燃烧烟具(芒果4)	贵州中烟	2019/7/2	2020/5/19	授予
加热不燃烧烟具(战神7)	贵州中烟	2019/7/2	2020/5/19	授予
一种加热不燃烧发烟体	贵州中烟	2019/4/30	2020/5/19	授予

加热不燃烧烟具 (芒果)	贵州中烟	2019/7/2	2020/5/19	授予
加热不燃烧烟具底座及加热不燃烧烟具	四川中烟及其他	2019/7/16	2020/5/12	授予
一种测试加热不燃烧电子烟烟气的吸烟机	湖北中烟	2019/8/21	2020/5/8	授予
一种新型加热不燃烧卷烟	红云红河烟草	2019/6/26	2020/5/5	授予
一种烟片及加热不燃烧烟支	红云红河烟草	2019/6/26	2020/5/5	授予

资料来源：国家专利局，中国银河证券研究院整理

随着对 HNB 产品的研发工作持续不断地推进，各省中烟公司陆续推出了 HNB 产品并投放至国外市场，与菲莫国际 (PMI.N) 率先在日本市场推出 HNB 产品 IQOS 的操作相似。2018 年中烟香港 (06055.HK) 首次将新型烟草出口纳入业务范围，根据其年报中公布的数据可以看出，目前新型烟草出口业务营收份额占比较小，毛利率也与其他业务相比也处于较低水平，未来存在提升空间；现行出口的品牌中，云南中烟的 MC 系列、四川中烟的宽窄占据主要份额 (合计占比 87.70%)。

表 16: 国内中烟 HNB 产品发布情况

中烟公司	发布品牌	发布日期	概述
四川中烟	宽窄子弹头 宽窄功夫加热器	2017.10	在韩国、日本推出了“功夫宽窄”系列
云南中烟	MC 系列产品	2018.04	与韩国 IF 烟草株式会社签署“MC”品牌 HNB 经销协议，试销产品正式进入韩国市场
广东中烟	MU+、ING 系列产品	2018.07	行业内新型烟草热源技术的重大原理创新； 在老挝上市了首套 HNB 产品 MU+、ING
湖北中烟	MOK 系列产品	2018.09	在多特蒙德国际烟草展上亮相，10 月在韩国首尔上市
安徽中烟	都宝 (DUBLISS) 系列产品	2019.01	首批颗粒型 HNB 制品在滁州卷烟厂出产并正式出口

黑龙江中烟

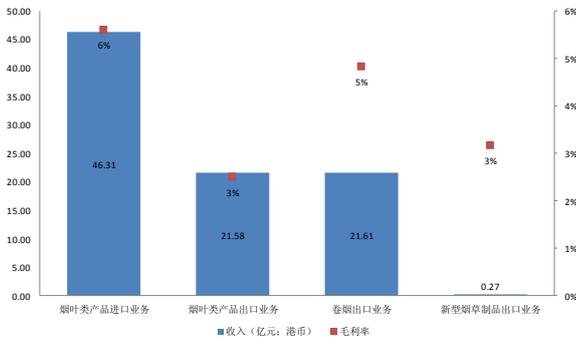
LOPATO 系列产品

2019.04

在第五届深圳国际电子烟展览会上亮相

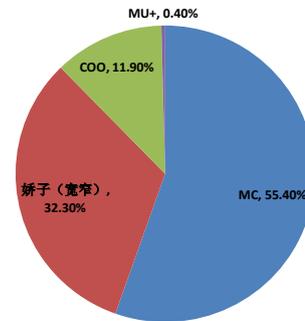
资料来源：中国香烟网，宽窄功夫电子烟官网，中国银河证券研究院整理

图 51：2019 年中烟香港新型烟草出口业务占比低（%）



资料来源：中烟香港年报，中国银河证券研究院整理

图 52：18 年四川与云南中烟 HNB 产品占近 9 成出口份额（%）



资料来源：中烟香港年报，中国银河证券研究院整理

尽管国内并未获准上市售卖 HNB 产品，但是基于 HNB 产品的烟弹是由烟草薄片制成，如若未来在国内获准售卖，大概率将会根据烟草专卖制度被纳入国家烟草专卖局与中国烟草总公司的管辖范围内，并由各省中烟工业公司进行生产与销售。2020 年 6 月 18 日，四川中烟在成都市内开设国内首家加热器（HNB）线下体验店，尽管该店铺仅限预约体验不允许购买，但四川中烟的这一举动为我们上述的推断增添了几分确信。我们认为此次四川中烟在市内开设 HNB 产品体验店的事件或预示着未来中烟将成为国内 HNB 产品的售卖合法主体，并且此次体验店的开放一方面可以解读为四川中烟为精进销往海外的 HNB 产品做得市场调研，另一方面也可能是为不远的将来在国内售卖 HNB 产品做前期准备。

虽然 HNB 产品流通环节民营企业短期内乃至未来长期内都将难以插手，但产品制造与设计环节仍存在较为广阔的合作空间。鉴于我国目前所生产的 HNB 产品在技术与产品质量方面依旧难以媲美菲莫国际（PMI.N）旗下的 IQOS 产品，短期内 HNB 产品的核心关注点仍将是技术研发为主，而在此阶段民营企业有望参与其中与各省中烟公司共同完成技术开发。

具体来看，HNB 产品可视为由加热烟具与烟弹两部分构成，其中最具技术含量且能够体现产品差异化的便是烟弹的制造。根据下表对于 HNB 烟弹的拆分，我们不难发现其中除烟草薄片外均为化工类制品，因此我们认为未来各省烟草工业公司与其合作伙伴将以 HNB 烟弹中的烟草薄片为主要攻克对象。

表 17: HNB 烟弹各环节的技术要素凸显烟草薄片的重要性

烟弹部位	技术要素
烟草薄片	“浸过烟液的纸”，属于烟草替代品，加热完会发黑，再加热抽不出烟，用过以后的烟丝中心部分已经碳化（纸片加热温度过高，水分完全消失，在缺氧或贫氧条件下的一种热解技术）。
中空丝束段（一级过滤棉）	中间空心的套环，凉气的来源，用于缓冲气体，也承担一部分过滤责任，加热过的会有黄色附着上面，会让烟内气流平稳飘过。
降温段/通气导管	材质类似硬塑料片，白色胶装部分是用玉米须合成，天然 100% 可以分解的无污染，作用是为了保住温度以及过滤焦油。IQOS 目前主要采用的主要成分是 PLA，聚乳酸（PLA）是一种新型的生物基及可生物降解材料，使用后能被自然界中微生物在特定条件下完全降解，最终生成二氧化碳和水，不污染环境。
实心丝束段/滤嘴	强有效过滤，过滤加热所产生的有害物质，尼古丁等。原料是取自木材的纤维素，纤维越精细，卷烟过滤嘴的过滤效率就越高。

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

至于我国 HNB 未来在开放后可能企及的市场规模，鉴于 HNB 的技术核心与利润核心——烟弹属于烟草制品，而烟草类制品主要归属中烟公司管理，民营企业参与到烟弹制造环节之中的机会少之又少。然而，烟具作为 HNB 产品另一个组成部分，从法律层面上不归属中烟管辖范围，但由于烟弹与烟具之间一一对应的使用关系，中烟工业公司给依旧会大力研发烟具，但具体生产可能会通过民营代工厂生产加工（例如四川中烟的 HNB 产品“宽窄”由深圳代工厂生产）。并且，烟具未来大概率会保持较快速度更新迭代，一方面是为了优化用户体验，保持新鲜感；另一方面可以通过烟具的更新吸引传统烟民或其他加热不燃烧品牌的用户，使得烟具的

市场规模同样可观。

表 18: 中国 HNB 市场规模测算假设

假设项目	内容	理由
每支 HNB 烟具价格	500 元	京东商城宽窄功夫烟具价格
烟具使用寿命	1 年	烟具保修期为一年
HNB 消费者日均烟弹消费量	1 包	
每包烟弹均价	25 元	万宝路烟弹价格
每盒烟弹包装均价	0.3 元	类比传统卷烟包装
烟具包装均价	2.5 元	

注：处于对健康控烟的考量，市场内没有新增烟民，HNB 消费者由传统卷烟烟民转化而来

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

基于上述前提与 HNB 产品在国内获准销售的假设，我们对我国 HNB 产业链当中民营企业能参与的部分进行了规模测算。根据测算，我们预计未来中国 HNB 产品占烟民总人数的 5%（市场反响不好）、10%（市场反响正常，和日本 HNB 市占率类似）、30%（市场反响很好，为菲莫国际预计 2025 年 IQOS 用户转化率），那么未来我国 HNB 烟具的市场规模在 88 亿到 525 亿之间，烟弹的市场规模在 1597 亿到 9581 亿之间，而整体包装带来的规模增长可以忽略不计。综上所述，未来如若国内开放 HNB 产品的销售，那么市场规模预计最高可以达到万亿级，将给产业链上下游带来巨大红利。

表 19: 中国 HNB 市场规模测算

	市占率 5%	市占率 10%	市占率 30%
HNB 用户（万人）	1,750.00	3,500.00	10,500.00
烟具市场规模（亿元）	88.00	175.00	525.00
烟弹市场规模（亿元）	1,597.00	3,194.00	9,581.00
烟弹包装（亿元）	46.70	93.40	280.20
烟具包装（亿元）	0.44	0.88	2.64
整体 HNB 市场规模（亿元）	1,731.52	3,463.03	10,389.09

资料来源：中国银河证券研究院测算

面对新型烟草 HNB 这一未来可能达到万亿级别的市场，公司于 2017 年便与安徽中烟达成公司《关于共建“新型烟草制品及卷烟配套材料联合工程中心”的框架协议》开始涉足新型烟草制品的研发工作。2018 年，为顺应国家烟草总局提出的烟草行业创新驱动战略，公司进一步着手布局新型烟草相关新技术、新工艺、新装备的研究，并于 2019 年 4 月完成工商登记变更，在经营范围内新增“电子烟、烟具、电子雾化器、电子数码产品、电子烟油、香精油的研发、生产与销售”内容。

在正式将新型烟草制品列入公司经营范围后，2019 年 7 月公司持股 70% 的子公司集友广誉与重庆中烟、江苏中烟子公司江苏南通分别签订了关于开展新型烟草均质化薄片研发合作协议及备忘录。公司控股子公司集友广誉在新型烟草均质化薄片的研发及科技成果产业化方面有一定优势，目前已具备进行薄片材料配方筛选和小批量放样的条件。根据公告内容披露，上述中烟相关公司会依托集友股份所提供的研发平台开展新型烟草均质化薄片材料试验及研发。从公告内容对比可以发现两家甲方公司对于集友股份的合作要求存在差异，在于重庆中烟的合作中明确公司可以负责新型烟草均质化薄片材料的生产制造产业化（三年有效期），而江苏中烟的子公司负责产业化实施，集友在这份合作中仅提供技术支持（两年有效期）。

表 20：公司新型烟草均质化薄片研发合作协议及备忘录内容梳理

	《关于开展新型烟草均质化薄片研发合作协议》	《关于新型烟草均质化薄片研发合作备忘录》
甲方名称	重庆中烟	南通烟滤嘴公司（江苏中烟全资子公司，协同江苏中烟加热不燃烧产品的研发工作）
合作内容对比	<p>一、甲方依托乙方研发平台开展新型烟草均质化薄片材料试验及研发。</p> <p>二、甲方负责提供烟草原料及必要的辅料。</p> <p>三、甲方负责配合完成新型烟草均质化薄片材料的性能测试与评价。</p> <p>四、乙方负责提供研发场地及研发平台，负责提供技术、工艺、人力及物力支持。</p> <p>五、在国家法律法规允许范围内，乙方负责新型</p>	<p>一、甲方依托乙方提供的研发平台开展均质化烟草薄片试验及研发。</p> <p>二、甲方负责配合乙方完成均质化烟草薄片的性能测试与评价。</p> <p>三、甲方负责协同推进均质化烟草薄片研发成果应用的产业化。</p> <p>四、乙方负责提供研发场地及研发平台，负责提供均质化烟草薄片的技术、工艺、性能测试与评</p>

烟草均质化薄片材料的生产制造产业化。

六、双方将保证投入足够的人力、财力和物力；建立相互的信任，信息共享。

七、合作期间，双方对相关的商业和技术秘密均应承担保密义务，并防止因管理不善造成的信息泄露。

本合作自双方签订之日起生效，**有效期为叁年。**

价、以及人力及物力支持。

五、在国家法律法规允许范围内，乙方负责提供均质化烟草薄片的生产制造产业化的技术支持。

六、双方将保证投入足够的人力、财力和物力；建立信息共享渠道和平台。

七、合作期间，双方对相关均质化烟草薄片的商业和技术秘密均应承担保密义务，并防止因管理不善造成的信息泄露。

八、双方对合作研发的均质化烟草薄片的技术成果共同享有知识产权。

本合作自双方签订之日起生效，**有效期为两年。**

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

另外，根据国家专利局信息披露，截止 2020 年 7 月 27 日，公司控股子公司集友广誉已经于有 3 项关于均质化烟草薄片的专利处于现已进入授权前最后一步实质审查阶段：1) 一种再造烟草薄片及其制备方法；2) 高抗张强度均质化烟草薄片及其制备系统、制备方法；3) 具有高松厚度的均质化烟草薄片及其制备方法。由此可见，集友广誉与安徽、重庆以及江苏中烟之间在均质化烟草薄片领域的合作已取得实质性进展，预计未来在这 3 项专利得到授权后，集友广誉或将进一步争取参与到均质化烟草薄片的生产环节中。另外，公司自身还积极布局加热不燃烧烟具设计领域，2020 年 6 月 23 日，公司于 2018 年 8 月 3 日申请的“自清洁加热不燃烧装置”专利已完成专利权授予工作，这意味着公司已经具备自主设计具备自清洁功能的加热不燃烧装置。如若未来相关部门批准 HNB 产品在国内进行售卖后，公司或有望凭借技术优势为自身增添新的营收来源。

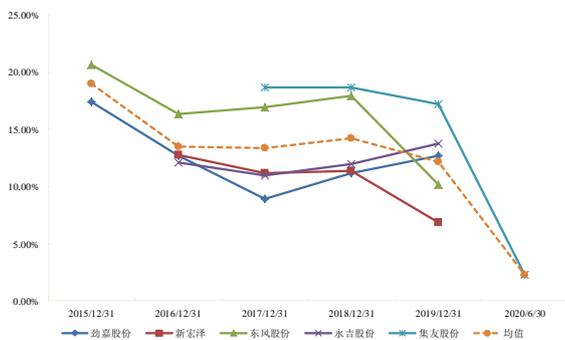
五、公司未来投资价值分析与评级：维持推荐

(一) 公司 ROE 分析：净利率下挫致使回报率低于去年同期水平

从净资产收益率角度来看，公司的 ROE 水平在过去两年内由远高于行业均值水平迅速回落至略低于行业均值水平，截止 2020 上半年，公司 ROE（摊薄）仅为 2.29%，远低于去年同期 11.60% 的水平。具体拆分来看，尽管公司净利率水平 2019 年末达到 30.30%，相较 18 年末 25.61% 的水平有所提升，但是 2020 年上半年暴跌至 12.18%，同比下降 14.45 个百分点。造成净利率大幅下滑的原因主要包括三方面因素：1) 年初爆发的新冠疫情对公司经营与生产造成了较大的负面影响，结合费用端偏向刚性的特点，致使费用率高企；2) 公司于 2019 年 9 月推出股权激励计划，并于 2020 年开始进行股权激励费用摊销，致使管理费用大幅提升；3) 复工复产后，受制于疫情对下游库存与需求端造成的打击，公司部分市场产品中标执行价格下降，导致毛利率同比下降 6.07 个百分点，三者共同导致公司 2020 年上半年净利率大幅下滑，对公司 ROE 起到负面影响；总资产周转率方面，15-19 年期间公司始终保持在行业均值附近，但截止 2020 上半年末公司总资产周转率仅为 0.13 次，显著低于去年同期的 0.28 次，而造成总资产周转率出现下降的原因一方面源于资产端受益于 19 年 7 月完成的非公开定向增发使得货币资金较去年同期大幅增加以及公司控股子公司大风科技于 19 年末完成技改造成公司总资产较

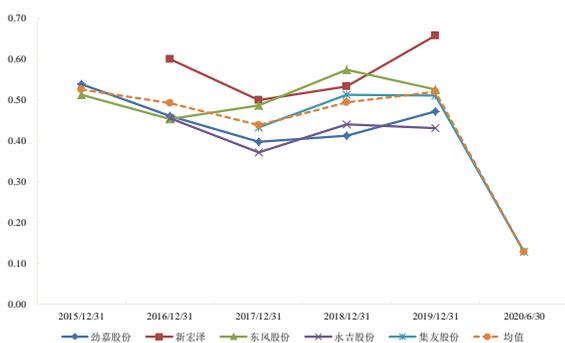
去年同期有所增加，另一方面是由于销售端受制于上半年新冠疫情对公司业务拓展、生产经营造成的负面影响总营收同比下滑 28.24%，二者共同作用下致使公司上半年总资产周转率不及去年同期，对公司 ROE 造成负面影响；至于权益乘数，截止 2020IH 公司以 1.41 倍的权益乘数较去年同期略有下降。通过上述罗列的 ROE 拆分数据来看，公司 ROE 之所以会在 2020 年上半年出现巨幅回落的主要原因一方面是由于净利率受到疫情影响出现产品中标执行价格下滑造成毛利率下滑以及股权激励费用造成费用率抬升所致，另一方面是受非公开定向增发与技改项目投产造成资产端大幅提升的同时销售端受制于疫情开展受阻致使周转率大幅降低所致。短期来看，我们认为 2020 年下半年公司 ROE 有望在销售毛利率水平逐步恢复至疫情前水平与业务拓展逐季回暖推动规模增长对公司销售净利率与资产周转率的修复帮助下实现逐季改善；长期来看，我们认为未来公司 ROE 在销售毛利率达到新平衡后拉动销售净利率出现向上拐点，与此同时配合公司在建生产线投入生产后总资产周转率逐步回升至行业均值以上，最终对 ROE 的长期稳步抬升起到正向叠加作用。

图 53: 各企业 ROE 对比公司显著低于均值水平



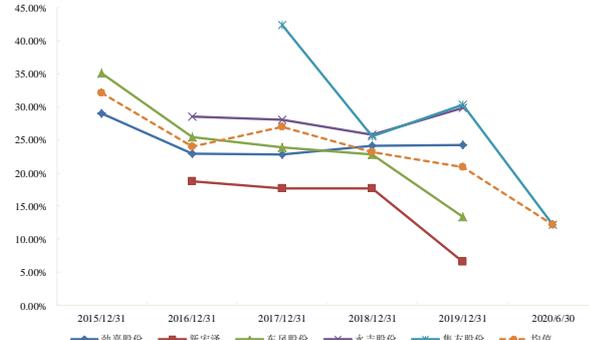
资料来源: Wind、公司公告、中国银河证券研究院整理

图 55: 各企业 Asset Turnover Ratio 对比公司略低于均值



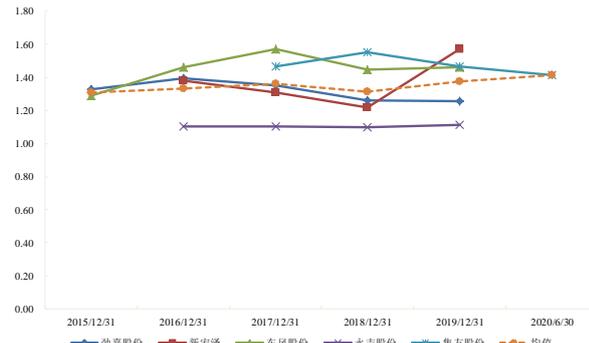
资料来源: Wind、公司公告、中国银河证券研究院整理

图 54: 各企业 Net Profit Margin 对比公司显著低于均值



资料来源: Wind、公司公告、中国银河证券研究院整理

图 56: 各企业 Equity Multiplier 对比公司略高于均值



资料来源: Wind、公司公告、中国银河证券研究院整理

(二) 公司估值与盈利预测: 业绩有望于下半年重拾增长, 估值尚有提升空间

尽管公司上半年规模与业绩受制于新冠疫情所产生的直接影响与间接影响出现较大幅度

的下滑，但基于公司所处烟用包装行业的下游烟草制品行业需求韧性较强、公司手握众多优质客户资源与广阔的可开拓空间，以及公司产能充分释放在即等多个方面的考量，我们认为公司规模与业绩将有望在 2020 年下半年继续延续二季度以来的较为显著的环比改善。考虑到公司年产 100 万大箱烟标生产线已经于 6 月达到部分可使用状态，在不考虑公司未来新型烟草业务带来的营收与业绩增量的情况下，我们预计公司 2020E/2021E/2022E 年将有望实现营收 11.58/17.06/18.30 亿元，实现归母净利润 2.29/3.67/4.24 亿元，对应 PS9.96/8.35/7.04 倍，对应 PE 58/36/31 倍，维持“推荐评级”。

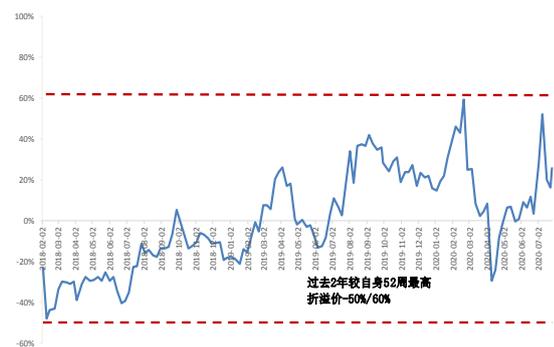
我们对于公司估值水平的分析与预测：自 2017 年以来，公司的估值中枢整体呈现先降后升的“微笑曲线”趋势，由 2018 年初 PE(TTM) 82X 左右下降至 2019 年初的 PE (TTM) 48X，而后缓慢爬升至截止 2020 年 7 月 27 日的 PE (TTM) 70X，而造成公司估值中枢呈现出如此波动一方面是受到了 A 股市场整体以及公司所处的行业整体的估值水平在 18 年初至 19 年年初显著下滑的牵连，证明公司估值中枢与市场和行业估值之间的联动性较强，另一方面是由于得益于公司产能集中释放推动规模与业绩超高速增长以及业绩兑现确定性较强促使自身估值中枢抬升。截止 2020 年 7 月 27 日，公司的估值水平为 PE (TTM) 88X 左右，较估值中枢溢价 26%，处于历史 85%的百分位水平。

图 57: 公司 16 年至今估值中枢与估值水平比较 (倍)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 58: 公司 16 年以来较估值中枢估值折溢价水平 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

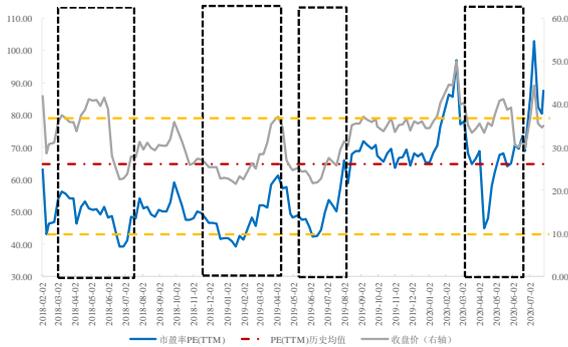
针对公司未来估值走势，我们首先来看公司未来估值的下行空间。基于公司历史估值走势，我们主要研究公司自 2018 年以来所经历过的 4 次回撤幅度超过 30% 的调整。1) 第一次是自 2018 年 2 月至 2018 年 7 月初，本次回撤主要是由于 2 月初美国经济增长放缓的风险陡增引领全球资本市场大幅下挫与随后于 6 月爆发的中美贸易战两大事件所致，而在此期间公司业绩受益于 1 月-2 月期间相继完成的对曲靖麒麟福牌与陕西大风科技的两笔收购的缘故保持超高速增长，因此尽管回撤幅度较大，但在 7 月至 9 月期间迅速回暖。2) 第二次是 2018 年 10 月至 2019 年 1 月初，而此次估值出现大幅回撤原因是受中美贸易战的负面影响叠加国内经济增速放缓的担忧所致，但在 2019 年 1 月初触及本轮回撤的底部后随着市场整体情绪转暖，公司估值再度迅速修复 18 年两次触及的阶段高点附近。3) 第三次是 2019 年 4 月至 2019 年 6 月，本轮回撤的主要原因是由于整体市场情绪修复过后，经济增速回暖与中美贸易战缓和的预期均未实现导致的整体回撤，在此期间公司业绩与基本面继续受益于烟标业务产能释放的利好维持高速增长，故而在 6 月市场触底反弹后公司估值迅速回升至前期阶段性高点并借由非公开发行增发实施完毕与中报业绩加速增长等利好顺势向上突破。4) 第四次是 2020 年 2 月-2020

年4月，本轮回撤的主要原因有两方面，一方面是年初爆发的新冠疫情对资本市场整体情绪的压制以及市场与投资者对公司在疫情期间业务拓展受阻造成业绩大幅下滑的悲观预期，另一方面4月中旬出现的大幅下挫主要是由于公司2019年业绩巨幅增长致使估值水平快速下探所致。本轮下挫也伴随着公司披露19年业绩而告一段落。

至于公司未来估值水平的上行空间，根据我们的财务估值模型预测与估值分析，2020年下半年公司估值水平受益于业绩逐季转好以及四季度销售旺季的正面影响或有望出现相较于自身估值中枢最高60%左右的估值溢价。基于我们对公司各季度的股价表现分析，公司自上市以来各季度业绩贡献对区间内股价形成了较强支撑，故而假设未来市场不出现明显地上行或下行风险，那么我们预计伴随着公司业绩下半年继续保持良好的增长趋势，公司的业绩逐季转好所产生的贡献大概率将支撑股价攀升。

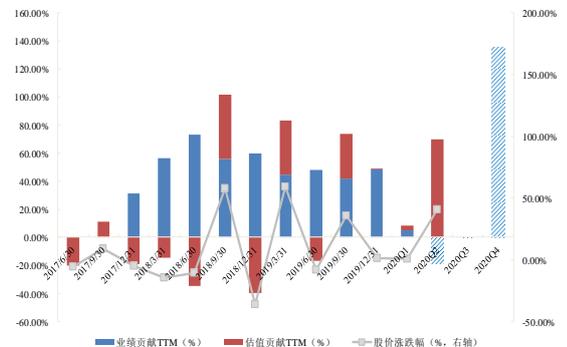
截止2020年7月27日，公司PE(TTM) 88X，较公司目前估值中枢存在26%左右的溢价，距离过去两年内峰值60%的高点仍有向上空间。基于我们对公司未来三年的业绩预测，我们坚定看好公司2020年规模继续维持超高速增长而业绩将保持中高速增长，我们认为尽管公司目前的估值水平处于高溢价状态，但若公司2020年下半年能如期实现经营状况逐季回暖并在四季度销售旺季中恢复正常运转，以2020年7月27日收盘价为基准，公司目前PE(TTM)将回落至58X，低于公司历史估值中枢的水平。如若未来2020年公司能够实现符合我们预期的增长(20E归母净利润: 2.48亿元)，那么以7月27日为基准，在公司估值中枢继续维持现有水平的情况下，公司大概率将在2020年录得较大幅度涨幅。

图 59: 公司上市以来股价复盘与底部区间判定



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 60: 公司上市以来季度股价表现分析 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

注: 20Q2 的区间涨跌幅与估值贡献均为截止7月27日数据, 20Q2-20Q4 业绩贡献为预测值;

表 21: 公司盈利预测

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	458	672	1158	1706	1830
增长率	96.00%	46.49%	72.47%	47.26%	7.29%
归属母公司股东净利润	117	202	229	367	424
增长率	18.42%	74.76%	13.58%	60.10%	15.63%
EPS (元/股)	0.61	0.76	0.60	0.96	1.12
销售毛利率	47.24%	43.76%	38.92%	40.16%	41.85%
净资产收益率(ROE)	18.61%	17.18%	18.27%	25.08%	24.38%
市盈率(P/E)	41.93	67	58	36	31
市净率(P/B)	7.03	8.00	9.96	8.35	7.04
市销率(P/S)	12.07	16.14	11.47	7.79	7.26

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理及预测, 截止 2020 年 7 月 27 日

六、风险提示

卷烟销量萎缩的风险; 烟标业务拓展受阻的风险。

插图目录

图 1: 13 年-20E 传统业务营收增长趋于平缓 (亿元, %)	6
图 2: 13 年-20E 新兴业务营收高速增长, 占比迅速提升 (亿元, %)	6
图 3: 基金个数与基金持股占流通股比例 (只, %)	8
图 4: 外资持股占公司流通股比例 (%)	8
图 5: 新兴业务驱动公司规模与业绩未来保持高速发展	9
图 6: 2020E 营收有望依靠烟标放量实现高速增长 (亿元, %)	10
图 7: 2020E 归母净利增速或较 2019 年大幅放缓 (亿元, %)	10
图 8: 13 年-20E 烟用接装纸波动增长, 烟标横空出世高速增长	10
图 9: 2020E 烟标业务将成绝对支柱, 业务占比或近 8 成 (%)	10
图 10: 13 年-20Q1 综合毛利率受烟标业务拖累持续下降 (%)	11
图 11: 13 年-20Q1 疫情期规模下滑与股权激励促管理费用激增 (%)	11
图 12: 2018 年中国占据全球超过 3 成烟民全年消耗全球超 4 成卷烟	12
图 13: 2010-2019 年全国卷烟产量先升后降 (万箱, %)	13
图 14: 2013-2019 年中国烟民每人年均消费量整体呈下降趋势 (包)	13
图 15: 13-19 年行业税利与 A 股净利前十总和相当 (亿元)	14
图 16: 2013-2019 年全国烟草行业税利增速略低于 GDP 增速 (%)	14
图 17: 2013-2017 年单包卷烟平均售价持续上涨 (元)	14
图 18: 2013-2017 年高档卷烟销量占比逐步提升 (%)	14
图 19: 2013-2019 年卷烟行业税收占比提升至超 9 成 (%)	15
图 20: 11-18 年烟草工业平均成本费用率略有下降 (%)	15
图 21: 11-18 年烟草工业平均销售净利率回落至稳定水平 (%)	15
图 22: 11-19 年烟草工业平均成本费用率略有下降 (%)	16
图 23: 11-19 年烟草工业平均销售净利率回落至稳定水平 (%)	16
图 24: 公司产品与技术研发中心组织架构	18
图 25: 13 年-19 年研发投入绝对值迅速提升 (万元)	19
图 26: 13 年-19 年研发投入占营收比重处于领先地位 (%)	19
图 27: 15 年-19 年研发团队人员迅速扩充 (人)	19
图 28: 15 年-19 年研发人员占比持续提升, 处行业领先水平 (%)	19
图 29: 16-20 年上半年公司专利数量迅速攀升 (项)	19
图 30: 17 年-20 年上半年公司专利数量净增加保持高速增长 (项)	19
图 31: 16-19 年公司产品与技术研发项目齐头并进 (项)	20
图 32: 16 年-18 年公司产品与技术研发项目投入并驾齐驱 (万元)	20
图 33: 13 年-16Q3 水松原纸与电化铝为前两大成本开支 (%)	21
图 34: 电化铝自产自 15 年起逐步取代外购 (%)	21
图 35: 13 年-16Q3 电化铝自产价格显著低于外购 (元/m ²)	21
图 36: 13 年-16Q3 油墨价格直线上升加大成本压力 (%)	22
图 37: 13 年至 16Q3 公司油墨自配比例维持高位缓解成本压力	22
图 38: 13 年-16Q3 油墨自配价格显著低于外购价格且呈稳中有降的趋势 (元/kg)	22
图 39: 新宏泽 13-16Q3 期间烟标业务占总营收比重 (%)	23

图 40: 13 年-16Q3 期间新宏泽原材料成本中近 4 成为转移纸 (%)	23
图 41: 烟草工业公司烟用接装纸及烟标等烟用物资采购流程	24
图 42: 全国共计 18 家企业具备卷烟生产资质	25
图 43: 2020 年烟标产能预计呈现爆发式增长 (万大箱)	28
图 44: 2020 年烟标业务营收受益产能释放高速增长 (亿元, %)	28
图 45: 12 年-16Q2 永吉股份在贵州中烟烟标占比 (%)	29
图 46: 东风股份 15-19 年烟标销量与平均销量 (万箱, 万箱/家)	29
图 47: 全球电子烟市场规模未来将加速增速 (亿美元, %)	31
图 48: 2018 年各国电子烟市场规模美国占据近半份额 (%)	31
图 49: 全球加热不燃烧烟草销售额预计将稳步增长 (%)	31
图 50: 2018 年世界各国加热不燃烧销售额日本占据主导地位 (%)	31
图 51: 2019 年中烟香港新型烟草出口业务占比低 (%)	35
图 52: 18 年四川与云南中烟 HNB 产品占近 9 成出口份额 (%)	35
图 53: 各企业 ROE 对比公司显著低于均值水平	40
图 54: 各企业 Net Profit Margin 对比公司显著低于均值	40
图 55: 各企业 Asset Turnover Ratio 对比公司略低于均值	40
图 56: 各企业 Equity Multiplier 对比公司略高于均值	40
图 57: 公司 16 年至今估值中枢与估值水平比较 (倍)	41
图 58: 公司 16 年以来较估值中枢估值折溢价水平 (%)	41
图 59: 公司上市以来股价复盘与底部区间判定	42
图 60: 公司上市以来季度股价表现分析 (%)	42

表格目录

表 1: 公司成长周期中的大事件概述	3
表 2: 公司前十大股东情况 (更新自公司 2020 年一季报)	6
表 3: 卷烟类别划分标准	14
表 4: 传统卷烟的相关税收环节	16
表 5: 烟用接装纸市场集中度依旧偏低	17
表 6: 烟标市场集中度同样处于偏低水平	17
表 7: 电化铝自产对烟用接装纸毛利率影响分析	21
表 8: 油墨自配对烟用接装纸毛利率影响分析	23
表 9: 公司客户资源位列可比公司内中游水平	25
表 10: 公司烟用接装纸前五大客户中前三同为公司烟标业务主要客户	25
表 11: 烟草工业公司对供应商考核标准	26
表 12: 公司烟标生产线预计于 2020 年集中投产	27
表 13: 公司 2019 年第一期限制性股票激励计划 (草案) -2019 年 9 月 26 日版	29
表 14: 减害烟草产品分类介绍	30
表 15: 2020 年 5 月至今中烟系公司国内 HNB 相关实用型专利授予状况	32
表 16: 国内中烟 HNB 产品发布情况	34

表 17: HNB 烟弹各环节的技术要素凸显烟草薄片的重要性	36
表 18: 中国 HNB 市场规模测算假设	37
表 19: 中国 HNB 市场规模测算	37
表 20: 公司新型烟草均质化薄片研发合作协议及备忘录内容梳理	38
表 21: 公司盈利预测.....	43

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6 - 12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6 - 12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6 - 12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回

报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。**甄唯萱**，商贸零售行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权

权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公

众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区 : 崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区 : 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区 : 耿 尤 繇 010-66568479

gengyouyou@chinastock.com.cn

公司网址 : www.chinastock.com.cn